

ECLR Die Goldene Aktie

Staatskontrollrechte in Europarecht und wirtschaftspolitischer Bewertung

von

Professor Dr. Dr. STEFAN GRUNDMANN, LL.M. (Berkeley),

und

Wiss. Mitarbeiter Dipl.-Kfm. FLORIAN MÖSLEIN, LL.M.
(University College London), Erlangen

Inhaltsübersicht

ZGR 2003, 317–366

I. Das Problem und sein Umfeld	317
1. Das Problem und das Gesellschaftsrecht	317
2. Die Entscheidungen	319
3. Die Goldene Aktie und die mit angesprochenen Fragen	321
II. Behinderungen – Integrationspostulat und Differenzierungsfreiheit	325
1. Kapitalverkehrsfreiheit und Niederlassungsfreiheit	325
2. Unbegrenztes oder begrenztes Beschränkungsverbot?	330
3. Integrations- und wirtschaftspolitische Bewertung	336
III. Rechtfertigung	338
1. Keine Rechtfertigung durch Art. 295 EG-Vertrag	338
2. Materielle Rechtfertigung	340
3. Erforderlichkeit (einschließlich formeller Garantien)	342
4. Integrations- und wirtschaftspolitische Bewertung	348
IV. Potentiell gesamtes Aktienrecht auf dem Prüfstand?	350
1. Höchststimmrechte, one share one vote	351
2. Markt für Unternehmenskontrolle	355
3. Zwingendes Aktienrecht	361
V. Zusammenfassung und Thesen	364

I. Das Problem und sein Umfeld

1. Das Problem und das Gesellschaftsrecht

Seit den drei diesbezüglichen Entscheidungen des EuGH vom 4. Juni 2002¹ ist die Goldene Aktie in aller Munde. Es geht um Rechte, die staatliche Stellen auch *nach Privatisierung* ehemaliger staatlicher Unternehmen zurück be-

1 EuGH vom 4. Juni 2002 – Rs. C-503/99 *Kommission/Belgien*, Slg. 2002, I-4809 = NJW

halten, obwohl sie kapitalmäßig allenfalls noch minimal beteiligt sind. Der Ausgangspunkt, die staatlichen Unternehmen und die verschiedenen denkbaren Formen, öffentlichrechtlich und privatrechtlich,² interessieren vorliegend nicht. Auch ist der Privatisierungsvorgang in den betroffenen Fällen relativ einfach als der Übergang nahezu des gesamten Kapitals in private Hände zu beschreiben.³ Gegenstand der folgenden Erörterungen sind erst die hierbei *begründeten Sonderrechte*, daneben jedoch verwandte Gestaltungen im Allgemeinen Gesellschaftsrecht. Beide sind – nachdem die Entscheidungen vorgestellt werden⁴ – ordnend zu beschreiben⁵ und Gegenstand einer detaillierten Erörterung⁶.

Weil es um Sonderrechte staatlicher Stellen geht, ist der Problemkreis lange Zeit primär als öffentlichrechtlicher verstanden und in diesen Dimensionen beschrieben worden.⁷ *Gesellschaftsrechtlich* erscheint er heute aus zwei

2002, 2303 = BKR 2002, 778 = EuZW 2002, 429 = EWS 2002, 333 = WM 2002, 1397 = ZIP 2002, 109; vom 4. Juni 2002 – Rs. C-483/99 *Kommission/Frankreich*, Slg. 2002, I-4781 = NJW 2002, 2305 = BKR 2002, 773 = EuZW 2002, 433 = EWS 2002, 328 = WM 2002, 1393 = ZIP 2002, 1085; vom 4. Juni 2002 – Rs. C-367/98 *Kommission/Portugal*, Slg. 2002, I-4731 = NJW 2002, 2306 (Leitsatz) = BKR 2002, 783 = EuZW 2002, 437 = EWS 2002, 331 = WM 2002, 1402; erste Anmerkungen von ARMBRÜSTER, JuS 2003, 224; BAYER, BB 2002, 2289; EBKE/TRAUB, EWS 2002, 335; GRUNDMANN/MÖSLEIN, BKR 2002, 758; RUGE, EuZW 2002, 421–424; KRAUSE, NJW 2002, 2747–2751; WEIL/LUSTIG, EuLF 2002, 277.

2 Zu ihnen umfassend PÜTTNER, Die öffentlichen Unternehmen, 2. Aufl., 1985 und STORR, Der Staat als Unternehmer, 2001, sowie, vor allem zu den Rechtsformen, EMMERICH, Das Wirtschaftsrecht der öffentlichen Unternehmen, 1969, S. 183–188. Speziell zu privatrechtlich verfassten staatlichen Unternehmen und hier vor allem zu denjenigen im Mitbesitz von staatlichen Stellen hier und privaten Anlegern dort: HARBARTH, Anlegerschutz in öffentlichen Unternehmen, 1998, besonders S. 43–101; vgl. weiterhin SCHÖN, ZGR 1996, 429–457; WIEDEMANN, Gesellschaftsrecht, Bd. I, 1980, S. 125–130; aus betriebswirtschaftlicher Sicht EICHHORN, in: Wittmann et al., Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 5. Aufl., 1993, Sp. 2925–2940. Gesprochen wird von „mixed enterprises“ seit DAINITH, in: Lloyd/Rideout/Guest, Current Legal Problems, 1979, S. 41–46.

3 Vgl. (auch zur Abgrenzung zu anderen Formen der Privatisierung) MÖSCHEL, JZ 1988, 885, 887 und SCHOCH, DVBl. 1994, 962, 963 f.

4 Dazu 2.

5 Dazu 3.

6 Unter II., III. und IV.

7 Dies vor allem unter dem Stichwort der Ingerenzpflicht als öffentlichrechtlicher Vorgabe, vgl. VON DANWITZ, AöR 120 (1995), 596, 609–621; HARBARTH, aaO (Fn. 2), S. 264–280; SCHMIDT, ZGR 1996, 345, 358–362; SPANNOWSKY, ZGR 1996, 400, 421–424; STÖBER, NJW 1984, 449, 454–456. Knapp aus aktienrechtlicher Sicht etwa ZÖLLNER, Kölner Komm. z. AktG, 2. Aufl., 1988, § 12 Rdn. 20. Vgl. auch die weiteren Beiträge des ZGR-Symposiums „Gesellschafts- und Konzernrecht der öffentlichen Unternehmen“, ZGR 1996, 345–566.

Gründen: Zum einen wurden die Sonderrechte weit überwiegend an das Halten einer Aktie, der Goldenen Aktie, geknüpft und damit etwa Fragen nach der Gleichheit des Stimmgewichts aufgeworfen („one share, one vote“); jedenfalls verändern die Sonderrechte die Entscheidungsstruktur in Aktiengesellschaften und die Entwicklung der Aktionärsstruktur. Zum anderen jedoch reicht der Problemkreis weit über die Privatisierungsvorgänge und das Zurückbehalten von Sonderrechten in staatlicher Hand hinaus. Allgemein aktienrechtliche Bedeutung erlangt die Fragestellung, weil jedenfalls Gestaltungen, die den Aktien- und Kontrollerwerb erschweren, mit angesprochen sind, ja wohl sogar weitergehend überhaupt Gestaltungen, die Verwaltungsrechte von Aktionären beschneiden und damit potentiell das Investment in solch einer Aktie weniger attraktiv machen.

2. Die Entscheidungen

Im Mittelpunkt der drei entschiedenen *Sachverhalte* stehen die Sonderrechte staatlicher Stellen in Aktiengesellschaften, die durch Privatisierung aus ehemals staatlichen Unternehmen hervorgegangen waren und deren Anteile breit im Anlegerpublikum platziert worden waren:⁸

- Belgien sah in den Königlichen Verordnungen vom 10. bzw. 16. Juni 1994 zur Privatisierung der Gesellschaften Société nationale de transport par canalisations und Distrigaz zwei Kategorien von Sonderrechten vor: Erstens eine Meldepflicht mit Widerspruchsrecht des Ministers bei Übertragung bestimmter Gegenstände des Betriebsvermögens oder deren Verwendung als Sicherheit, und zweitens ein Entsenderecht für zwei (lediglich beratende) Verwaltungsratsmitglieder. Der Widerspruch ist an eine kurze Frist gebunden; er ist zu begründen und auf konkrete Gefährdungen der nationalen Versorgung zu stützen. Ein Rechtsbehelf gegen die Entscheidung ist eingeräumt.
- Das französische Dekret Nr. 93-1298 vom 13. Dezember 1993 zur Privatisierung von Elf-Aquitaine normierte einerseits einen ministeriellen Genehmigungsvorbehalt, ausgelöst durch jede Überschreitung der Schwelle von 10 %, 20 % und 33¹/₃ % an Kapital oder Stimmrechten durch eine oder mehrere einvernehmlich handelnde Person(en); andererseits ein staatliches Vetorecht gegen jede Abtretung der Kapitalmehrheit an vier Tochtergesellschaften oder deren Verwendung als Sicherheit. Der EuGH ging davon

⁸ Weitgehend unbemerkt geblieben war noch eine Vorgängerentscheidung, die eine vergleichbare Gestaltung in Italien betraf: EuGH vom 23. Mai 2000 – Rs. C-58/99 *Kommission/Italien*, Slg. 2000, I-3811. Zum italienischen Recht vgl. ausführlich COSTI, G. Com. 1995, 77–100. Weitere Entscheidungen zu Goldenen Aktien stehen bevor, vgl. die Schlussanträge des Generalanwalts COLOMER vom 6. Februar 2003 in den Rs. C-463/00, *Kommission/Spanien* und C-98/01, *Kommission/Großbritannien*, abrufbar unter www.curia.eu.int. Am 5. Februar 2003 hat die Kommission die Einleitung von drei weiteren Vertragsverletzungsverfahren beschlossen, und zwar gegen Italien, die Niederlande und Dänemark.

aus, dass das Ministerium seine Entscheidungen nicht mit konkreten Gefährdungspotentialen begründen müsse und auch kein Rechtsschutz bestehe.⁹

- Im Falle Portugals schließlich wurden das Rahmengesetz Nr. 11/90 über Privatisierungen vom 5. April 1990 und zwei auf dieser Ermächtigungsgrundlage ergangene Gesetzes-Verordnungen überprüft. Verordnung Nr. 65/94 begrenzt den Anteilsbesitz ausländischer Anleger auf insgesamt 25 % am Gesellschaftskapital (mit Sanktionen wie Stimmrechtsentfall und Kaduzierung); Verordnung Nr. 380/93 statuiert andererseits einen ministeriellen Genehmigungsvorbehalt, ausgelöst durch jede Überschreitung der Schwelle von 10 % am stimmberechtigten Kapital durch eine Person. Begründungserfordernisse und Rechtsbehelfe fehlten.

In allen drei *Entscheidungen* geht der EuGH von einer *behindernden Wirkung* der beschriebenen Maßnahmen aus¹⁰. Ausgangspunkt ist jeweils die Kapitalverkehrsfreiheit, während die Anwendbarkeit (auch) der Niederlassungsfreiheit teils ausdrücklich offen gelassen wird. Nach Art. 56 EG-Vertrag sind „alle Beschränkungen des Kapitalverkehrs zwischen Mitgliedstaaten sowie zwischen den Mitgliedstaaten und dritten Ländern verboten.“ Zur Bestimmung des sachlichen Anwendungsbereiches greift das Gericht, wie schon bisher, auf die sekundärrechtliche Vorschrift des Anhangs der 4. Liberalisierungsrichtlinie zum Kapitalverkehr vom 24. Juni 1988 zurück, nach der nicht nur die rein investierende Anlage, sondern weitergehend auch die unternehmerische Beteiligung unter die Kapitalverkehrsfreiheit fällt. Dass die so verstandene Kapitalverkehrsfreiheit von den eingeräumten staatlichen Sonderrechten beschränkt wird, hatten die betroffenen Mitgliedstaaten nicht einmal bestritten. Stattdessen war vorgebracht worden, dass die Regelungen, abgesehen von der erstgenannten portugiesischen, In- und Ausländer gleich behandelten und deshalb keine Diskriminierungen darstellten. Der EuGH betont hingegen, dass es einer Ungleichbehandlung gar nicht bedürfe: Er versteht die Kapitalverkehrsfreiheit damit als umfassendes Beschränkungsverbot.

Auf der *Rechtfertigungsebene*¹¹ wendet sich der Gerichtshof zunächst gegen eine Berufung auf Art. 295 EG-Vertrag. Nach dieser Vorschrift, auf die sich noch das (nahezu entgegengesetzte) Votum des Generalanwalts maßgeblich gestützt hatte, bleibt die Eigentumsordnung der Mitgliedstaaten unberührt. Nach Ansicht des Gerichts schließt die Norm eine Überprüfung der staatlichen Maßnahmen am Maßstab der Grundprinzipien des EG-Vertrages – zu denen es auch die Kapitalverkehrsfreiheit zählt – jedoch nicht aus. Entscheidend sind deshalb die (geschriebenen und ungeschriebenen) Recht-

9 Dies ist zweifelhaft, da der Conseil Constitutionnel durchaus von einer Begründungspflicht und Überprüfungsrechten ausgeht; vgl. Décision no. 89-254 DC vom 4. Juli 1989, Journal Officiel de la République Française, 5. Juli 1989, 8382.

10 Dazu unten II.

11 Dazu unten III.

fertigungsgründe. Weil sich die französischen und belgischen Regelungen jeweils ausschließlich auf Unternehmen der öffentlichen Grundversorgung beziehen, prüft – und bejaht – der Gerichtshof den geschriebenen Rechtfertigungsgrund der „öffentlichen Sicherheit“ in Art. 58 Abs. 1 EG-Vertrag. Für die breiter wirkende, viele Sektoren betreffende (nicht diskriminierende) portugiesische Regelung kam Gleiches nicht in Betracht, sondern allenfalls eine Rechtfertigung durch zwingende Allgemeininteressen. Die vorgebrachten allgemeinen finanziellen und wirtschaftspolitischen Gründe ließ das Gericht jedoch, wie schon in früheren Entscheidungen zu anderen Grundfreiheiten, nicht gelten. Auf die Frage der Verhältnismäßigkeit kam es deshalb nur noch im französischen und belgischen Urteil an. Die Regelungen im Fall Frankreich erachtet das Gericht allerdings als nicht erforderlich, teils, weil statt des Genehmigungsvorbehalts auch ein nachträgliches Einspruchsrecht als milderes Mittel zur Verfügung gestanden hätte, vor allem jedoch auch deshalb, weil das Gericht für beide Eingriffsbefugnisse davon ausgeht, die Regelungen sähen keine Begründungserfordernisse und keine gerichtliche Überprüfbarkeit vor. Die belgischen Vorschriften sehen hingegen beide formellen Garantien vor, und die Kontrollrechte können dort auch jeweils erst nachträglich ausgeübt werden. Mildere Mittel zur Durchsetzung der zwingenden Allgemeininteressen waren deshalb im Fall Belgien nicht ersichtlich. Nur diese Regelungen hielten mithin der Überprüfung durch den EuGH stand.

3. Die Goldene Aktie und die mit angesprochenen Fragen

a) Die Goldene Aktie

Will man die Gestaltungsformen ordnen, die konstatiert werden können, auch rechtsvergleichend,¹² ist nach zwei Kriterien zu unterscheiden: nach der Art der verbürgten Rechte und nach dem Instrument der Rechtseinräumung. Wegweisend für Gestaltung und auch Volumina sowie im Schrifttum war Großbritannien, vor allem seit 1979, daneben auch Frankreich.¹³ In Deutsch-

12 Vgl. dazu schon PROSSER, *The Privatisation of Public Enterprises in France and Great Britain*, EUI Working Paper 88/364, 1988, sowie ausführlich GRUNDMANN/MÖSLEIN, *ZvglRW* 2003 (erscheint demnächst). Beschrieben werden Gestaltungen in Frankreich, Belgien, Portugal, Italien sowie Großbritannien, Niederlande, Spanien und Deutschland, also denjenigen Mitgliedstaaten, auf die sich die bisher abgeschlossenen bzw. derzeit von der Kommission eingeleiteten oder erwogenen Verfahren beziehen und in denen solche Gestaltungen zugleich bereits große Übernahmen blockiert haben oder zu blockieren drohten. Außerdem rechtsvergleichend beschrieben werden die wichtigsten Institute des Marktes für Unternehmenskontrolle.

13 Im Überblick vgl. die Einzelbeiträge in: PARKER, *Privatisation in the European Union*, 1998.

land sind die Privatisierung und die Goldene Aktie selbst ein Randphänomen geblieben, auch im Schrifttum. Dennoch hat das Thema auch hier hohe Bedeutung, wenn, wie wahrscheinlich, tatsächlich auch aktienrechtliche Fragen weit über den Privatisierungskontext hinaus berührt sind.

aa) Durch welches *Instrument* das Sonderrecht eingeräumt wird, ist letztlich eine eher technische Frage, entscheidet jedoch über die Ansiedlung der Frage fast ausschließlich im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht oder substantiell (auch) im öffentlichen Recht. Auch gab die vor allem in Großbritannien gewählte Gestaltungsform dem Problem seinen Namen: Wird das Sonderrecht als ein mit einem Anteil verbundenes Recht ausgestaltet, spricht man von Special Shares, Master Shares oder auch Golden Shares, actions spécifiques oder – im deutschen Sprachgebrauch – von Goldenen oder Spezialaktien.¹⁴ Nicht mehr signifikant ist freilich die Einlage an sich, in England häufig nur 1 £. Sie ist nur noch Vehikel. Das verbrieft Stimmrecht steht in keinem Verhältnis zur Einlage (wie selbst noch beim Mehrstimmrecht), häufig erstarkt es gar zu einem absoluten Vetorecht des Inhabers der speziellen Aktie. Die vom EuGH entschiedenen Fälle folgten diesem Muster.

Dabei kann – wie vor allem in Großbritannien und in den Niederlanden – das allgemeine Gesellschafts- und Aktienrecht so gestaltet sein, dass die goldene Aktie kraft Satzungsbestimmung geschaffen werden kann. In den übrigen Mitgliedstaaten ist es demgegenüber üblich und meist auch unverzichtbar, die Möglichkeit einer Goldenen Aktie in einem allgemeinen Privatisierungsgesetz oder dem jeweiligen Einzelprivatisierungsgesetz zu verankern.¹⁵ Das Instrument der Rechtseinräumung kann dann auch die Rechtsnorm selbst sein – ohne dass der Besitz auch nur einer Aktie notwendig wäre. Andererseits hängt die Rechtseinräumung auch bei der erstgenannten alternativen Gestaltungsform, der Verbriefung in einer Aktie (Golden Share), regelmäßig nicht allein vom Besitz derselben ab, sondern auch davon, dass sie sich (noch) in der Hand gerade der staatlichen Stelle befindet.¹⁶ Für die europarechtliche Beurteilung freilich ist die Gestaltungsform ohne Belang: Auch die in einer

14 Zu den Begriffen RUTABANZIBWA, (1996) 17 The Company Lawyer 40; RICHER/VIAN-DIER, J.C.P. éd. E 1993, I, 2811 n° 51 sowie RUGE, EuZW 2002, 421.

15 Vgl. ausführlich GRUNDMANN/MÖSLEIN, ZvglRW 2003 (erscheint demnächst), unter II. Auch in Großbritannien mag bei der Börsennotierung (auf Grund andernfalls entgegenstehender Börsenzulassungsregeln) die Verankerung in einem Spezialgesetz sinnvoll sein: RUTABANZIBWA, (1996) 17 The Company Lawyer 40, 43.

16 So etwa ausdrücklich die belgischen Regelungen, vgl. Art. 1 *Arrêté royal instituant au profit de l'État une action spécifique de la Société nationale de Transport par Canalisations* vom 10. Juni 1994, Moniteur belge vom 28. Juni 1994, S. 17337 und Art. 1 *Arrêté royal instituant au profit de l'État une action spécifique de Distrigaz*, vom 16. Juni 1994, ebda., S. 17353.

Aktie verbrieften Rechte, die alleine Zweifel an der Behinderungswirkung auslösen könnten, wurden der Grundfreiheitenprüfung unterzogen, für die rein öffentlich-rechtliche Gestaltung gilt Gleiches erst recht.

bb) Es lassen sich im Wesentlichen zwei *Arten verbürgter Rechte* unterscheiden. Dies sind zum einen Rechte bei Entscheidungen eines Gesellschaftsorgans, vor allem in der Hauptversammlung. Diese können Grundlagenentscheidungen (insbesondere Auflösung und sonstige Strukturmaßnahmen) betreffen, aber auch wichtige Geschäftsführungsmaßnahmen (Weisungen, etwa bei Verkauf wichtiger Betriebsmittel oder auch Beteiligungen), wobei die Grenzlinie zwischen Grundlagen- und Geschäftsführungsmaßnahmen in den verschiedenen Mitgliedstaaten ohnehin nicht gleich verlaufen muss.¹⁷ In der Wirkung stehen dem nahe Entsenderechte für Organmitglieder. Verbürgt werden zum anderen Einflussnahmemöglichkeiten bei Fragen der Zusammensetzung des Aktionärskreises, also außerhalb des Gesellschaftshandelns: Das Halten von Aktienpaketen (auch etwa durch mehrere, einvernehmlich handelnde Eigner) wird bei Überschreitung, teils auch Unterschreitung gewisser Schwellen unter Zustimmungsvorbehalt gestellt. Funktional vergleichbare Gestaltungen sind zahlreich, vor allem die Schaffung von so genannten „noyeaux durs“ in Frankreich und anderen romanischen Rechten.

Alle genannten Rechte unterscheiden sich in der Ausgestaltung. Teils vermittelt die Goldene Aktie nur ein (exorbitant) erhöhtes Stimmrecht, teils ein echtes Vetorecht. Denkbar sind (präventive) Zustimmungs- oder Genehmigungsvorbehalte oder aber (ex post wirkende) Einspruchsrechte, mit teils sehr kurzen Reaktionsfristen. Die Rechte können zeitlich begrenzt oder unbegrenzt eingeräumt werden; der Verkauf durch die staatliche Stelle wirkt jedenfalls rechtsvernichtend.

Bei den Gegenrechten wird auf Grund der EuGH-Entscheidungen in Zukunft wichtig sein, ob gegen die Ausübung des Rechts aus den Golden Shares der Einwand möglich ist, dass die angeblich bestehende (und mit Ausübung der Rechte aus der Goldenen Aktie bekämpfte) Gefahr für die Gesellschaft oder die Allgemeinheit tatsächlich gar nicht besteht, und wie das

17 Die wichtigste Rechtsfolge der Unterscheidung ist, dass für beide jeweils verschiedene Mehrheitserfordernisse gelten (einfache und qualifizierte Mehrheit). Die Kapitalerhöhung an sich (anders als der Bezugsrechtsausschluss) bildet in einigen Rechten durchaus keine Grundlagenmaßnahme: etwa in Großbritannien gemäß s. 121(4) *Companies Act 1985* (bzw. andererseits s. 95), hierzu FARRAR/HANNIGAN, *Farrar's Company Law*, 4. Aufl., 1998, S. 213f. Vgl. auch Art. 39 des (Dritten geänderten) Vorschlags für eine fünfte Richtlinie des Rates nach Art. 54 EWG-Vertrag über die Struktur der Aktiengesellschaft sowie die Befugnisse und Verpflichtungen ihrer Organe vom 20. November 1991, ABL. EG 1991 C 321/9.

Verfahren (Begründung der Rechtsausübung, Rechtsbehelfe) ausgestaltet ist. Auch all diese Gestaltungen (Gefahr als Voraussetzung einer Rechtsausübung, Begründungspflicht, Rechtsbehelfe) sind rechtsvergleichend teils zu finden (in den EuGH-Fällen in Belgien), teils aber auch nicht (in den EuGH-Fällen in Portugal und angeblich auch Frankreich).

b) Die mit angesprochenen Fragen

aa) Sofort nach Bekanntwerden der EuGH-Entscheidungen beeilten interessierte Kreise sich, diesen jede *Relevanz für das VW-Gesetz* von 1960,¹⁸ das prominenteste deutsche Privatisierungsgesetz, abzusprechen.¹⁹ Unter anderem sieht dieses spezialgesetzlich in § 2 Abs. 1 und § 3 Abs. 5 ein Höchststimmrecht vor (Entfall der überschießenden Stimmrechtsmacht ab einer bestimmten Schwelle, hier 20 %) und in § 4 Abs. 1 ein Entsenderecht der Bundesrepublik und des Landes Niedersachsen für je zwei Aufsichtsratsmitglieder, außerdem in § 4 Abs. 3 die Anhebung des Mehrheitserfordernisses bei Grundlagenentscheidungen auf 80 % des Grundkapitals.

bb) Damit ist die viel allgemeinere Frage aufgeworfen, welche Ausstrahlungswirkung die Entscheidungen haben können, etwa auch auf das *allgemeine Aktien- und Kapitalmarktrecht*. Das Entsenderecht ist noch recht ähnlich demjenigen, das dem Belgischen Staat eingeräumt war und in einer der Entscheidungen als hindernd eingestuft (wenn auch letztlich aufrecht erhalten) wurde. Schon das Höchststimmrecht ist anders. Es weicht von der Gestaltung als Golden Share insofern ab, als mit ihm das Ziel nicht erreicht werden kann, mit praktisch keinerlei Kapitaleinsatz dennoch Kontrolle in maßgeblichen Fragen zu bewahren. Da der EuGH jedoch auf die rechtliche oder faktische Versperrung des Zugangs zu einer Kapitalanlage abstellte, ja sogar auf die bloße Verminderung der Attraktivität derselben, genügt es nicht, einen rechtstechnischen Unterschied, auch einen solchen von Gewicht, herauszustellen. Die fehlende Relevanz der Urteile ist damit noch nicht dargetan.

18 Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk Gesellschaft mit beschränkter Haftung in private Hand vom 21. Juli 1960, BGBl. I/1960, S. 585, in der Fassung des Zweiten Änderungsgesetzes vom 31. Juli 1970, BGBl. I/1970, S. 1149; verfassungsgemäß nach BVerfGE 12, 354.

19 Vgl. etwa Bundesfinanzministerium Pressemitteilung, Sprecher der Unternehmensleitung und auch Mitglieder der EG-Kommission, Handelsblatt vom 4. Juni 2002, S. 2 bzw. 11. Für Gegenstimmen und Zahlen zu den Beteiligungsverhältnissen: KRAUSE, NJW 2002, 2747, 2749 (zweifeln auch er selbst, aaO, S. 2750 f).

Vielmehr ist das Terrain auszuloten, indem, ausgehend von den maßgeblichen Charakteristika der Goldenen Aktie, angrenzende Phänomene aufgegriffen werden und gefragt wird, ob die vom EuGH zugrunde gelegten Kriterien bei ihnen ohne Bedeutung sind. Dabei sollen, ausgehend von den nächst verwandten Phänomenen, exemplarisch wichtige Fälle herausgegriffen werden – wichtig für Deutschland, aber auch allgemeiner in Europa –, in denen die Argumente in den EuGH-Entscheidungen wohl zu einem Weiterdenken zwingen. Schlüssel zu diesen Überlegungen ist, dass europarechtsdogmatisch, aber auch unter Wertungsgesichtspunkten die EuGH-Entscheidungen gleichermaßen auch auf Gestaltungen bezogen werden müssen, die nicht der hohen Hand, sondern Privatrechtssubjekten zusätzliche Einflussrechte in Gesellschaftsorganen oder hinsichtlich der Aktionärsstruktur einräumen und (andere) Aktionäre entsprechend in ihrer Einflussmacht oder Entscheidungsfreiheit beschränken. Besonders intensiv überprüfte das Gericht Vetorechte bei Transaktionen, die die Aktionärsstruktur beeinflussen. Sie finden ihre stärksten Parallelen in all denjenigen Regeln, die Übernahmen faktisch erschweren – bereits Höchst- und Mehrfachstimmrechte, darüber hinaus jedoch vor allem das Abwehrinstrumentarium, das der Gesetzgeber dem Management zur Verfügung stellt.

II. Behinderungen – Integrationspostulat und Differenzierungsfreiheit

Alle drei Entscheidungen gehen von einer behindernden Wirkung der beschriebenen Maßnahmen aus, und zwar im Rahmen der Kapitalverkehrsfreiheit, ohne näher auf die Niederlassungsfreiheit einzugehen²⁰. Die Breite des Zugriffs macht die Entscheidungen auch für Deutschland höchst brisant, obwohl die Goldene Aktie selbst nach dem Gesagten kaum Bedeutung hat. Denn die Disziplinierungswirkung der Kapitalverkehrsfreiheit erscheint nach den Entscheidungen potentiell nahezu grenzenlos²¹. Die Stärkung der Standardsetzung auf zentraler Ebene durch die Urteile sollte auch integrations- und wirtschaftspolitisch bewertet werden²².

1. Kapitalverkehrsfreiheit und Niederlassungsfreiheit

Die drei Entscheidungen sind in wichtigen Punkten nicht leicht zu interpretieren. Sie sind nicht nur kurz (wie üblich), sondern der viel ausführlichere Schlussantrag versagt hier als Erklärungshilfe, weil der EuGH ihm (aus-

20 Unten 1.

21 Unten 2.

22 Unten 3.

nahmsweise einmal) nicht folgte: Der Generalanwalt maß Art. 295 EG-Vertrag rechtfertigende Wirkung bei und erörterte daher die Behinderungswirkung nicht; der EuGH verwirft erstere und bejaht zweite, allerdings in kaum drei Sätzen.²³ In einem zentralen Punkt begnügt er sich gar damit, in einem Satz festzustellen, dass die beteiligten Regierungen selbst die behindernde Wirkung der Maßnahme eingeräumt hätten.²⁴

a) *Kapitalverkehrsfreiheit oder Niederlassungsfreiheit*

Traditionell kreisen Integrationsüberlegungen im Gesellschaftsrecht um die Niederlassungsfreiheit – mit einer Vielzahl von Abhandlungen.²⁵ Dass der EuGH vor *Centros* und jetzt *Überseering* nur fünf Mal zu Niederlassungsfreiheit und Gesellschaftsrecht judizierte,²⁶ tat dem keinen Abbruch. *Centros* selbst inspirierte eine wohl dreistellige Zahl von Abhandlungen in ganz Europa.

Der EuGH stützte die Golden Shares-Entscheidungen demgegenüber auf die Kapitalverkehrsfreiheit, die bisher eher für das Steuerrecht problematisiert wurde.²⁷ Eigentlich konnte diese Anwendung nicht überraschen. Seit auch

23 Vgl. EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 39–41; *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 39–42; *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 40–42 und 43–46; zum Schlussantrag des Generalanwalts vgl. unten IV.1.

24 EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 40 f. Allein an dieser Stelle standen Regeln zur Debatte, die den Erwerb großer Aktienpakete nicht schon rechtlich verhindern, sondern nur wirtschaftlich weniger attraktiv machen (zu dieser Unterscheidung sogleich).

25 Vgl. nur BEHRENS, *RabelsZ* 52 (1988) 498; DERS., *ZGR* 1994, 1; EYLES, *Das Niederlassungsrecht der Kapitalgesellschaften in der Europäischen Gemeinschaft*, 1990; KRUSE, *Sitzverlegung von Kapitalgesellschaften innerhalb der EG – Vereinbarkeit der einschlägigen Regelungen des deutschen Sach- und Kollisionsrechts mit dem EG-Vertrag*, 1997; LACKHOFF, *Die Niederlassungsfreiheit des EGV*, 2000; LOUSSOUARN, *RTDE* 1990, 229; MÜLBERT/SCHMOLKE, *ZvglRW* 100 (2001) 233; NACHBAUR, *Niederlassungsfreiheit*, 1999; WOUTERS/SCHNEIDER, *Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union*, 1995.

26 EuGH vom 6. November 1984 – Rs. 182/83 *Fearon*, Slg. 1984, 3677; vom 28. Januar 1986 – Rs. 270/83 *Kommission/Frankreich*, Slg. 1986, 273; vom 10. Juli 1986 – Rs. 79/85 *Segers*, Slg. 1986, 2375; vom 27. September 1988 – Rs. 81/87 *Daily Mail*, Slg. 1988, 5483; vom 12. April 1994 – Rs. 1/93 *Halliburton*, Slg. 1994, I-1137; Zitate zu *Centros* unten Fn. 97 und zu *Überseering* unten Fn. 79.

27 BIEG, *Der Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften und sein Einfluss auf das deutsche Steuerrecht*, 1997, besonders S. 387–391; KNOBBE-KEUK, *Freier Kapitalverkehr und steuerliche Beschränkungen in den Maastrichter Bestimmungen – ein Rückschritt?*, *IWB Fach 2*, Vorschau und Standpunkte, S. 613 f vom 25. September 1992;

diese Freiheit mit der 4. Liberalisierungs-Richtlinie von 1988²⁸ umfassend für unmittelbar anwendbar erklärt worden war, war nahezu unbestritten, dass sie sich auf alle im Anhang dieser Richtlinie zu findenden Transaktionen bezieht.²⁹ Und in diesem findet sich neben der Anlage zu reinen Investmentzwecken, die stets als Teil der Kapitalverkehrsfreiheit gesehen wurden, auch diejenige zu unternehmerischen Zwecken (die so genannte Direktinvestition, bis hin zum Mehrheitsbesitz), also jede Form von (Eigen-)Kapital. Wohl ebenso unbestritten war, dass beide Freiheiten nebeneinander zur Anwendung kommen können.³⁰

Nicht diskutiert hat der EuGH die Niederlassungsfreiheit, im Urteil zu Belgien ihre Anwendbarkeit sogar ausdrücklich offen gelassen. So musste das Gericht nicht die höchst umstrittene Frage entscheiden, ab welcher Schwelle des (angestrebten) Anteilsbesitzes von (unternehmerischer) Direktinvestition auszugehen ist.³¹ Für die Anwendbarkeit der Niederlassungsfreiheit auf Anleger, also die Niederlassungsfreiheit des Gesellschafters, wird demgegenüber einhellig gefordert, dass die Anlage nicht nur reinen Investmentzwecken dient, während diese Freiheit jenseits besagter – in der Festsetzung jedoch umstrittener – Schwelle das unternehmerische Investment unstreitig erfasst. Im Rahmen der Niederlassungsfreiheit hätte der EuGH also (in Individualschutzverfahren, etwa dem Vorlageverfahren) gesplante Standards anzuwenden gehabt – je nach Anlegertyp – und die Abgrenzung wäre schwierig gewesen.

RÄDLER, IStR 1996, 224, besonders S. 230f; SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, 1997, S. 743 (mit Hinweis auf die deutlich umfangreichere EuGH-Rechtsprechung in diesem Bereich in Fn. 55) sowie die Beiträge in LECHNER/STARINGER/TUMPEL, Kapitalverkehrsfreiheit und Steuerrecht, 1999.

28 Richtlinie 88/361 des Rates vom 24. Juni 1988 zur Durchführung von Artikel 67 des Vertrages, ABl. EG 1988 L 178/5; dazu GRUNDMANN, EWS 1990, 214, 217–219; heute etwa CALLIESS/RUFFERT/BRÖHMER, Komm. z. EU-Vertrag und EG-Vertrag, 1999, Art. 56 EG-Vertrag Rdn. 9 f.

29 Auch nach Überführung des Normgehalts in Art. 73b EGV, heute Art. 56: EuGH vom 16. März 1999 – Rs. C-222/97 *Trummer und Mayer*, Slg. 1999, I-1661, 1668 (Rdn. 20 f); CALLIESS/RUFFERT/BRÖHMER, aaO (Fn. 28), Art. 56 EG-Vertrag Rdn. 9 f; SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, S. 743, 746 f; bestätigt jetzt in EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 37 f; *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 36 f; *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 37 f; auch OHLER, Komm. z. Europäische Kapital- und Zahlungsverkehrsfreiheit, 2002, Art. 56 EG-Vertrag Rdn. 17–20. Zweifelnd jedoch neuerdings der Generalanwalt in den Schlussanträgen, aaO (Fn. 8), Rdn. 36.

30 Vgl. Art. 58 Abs. 2 EG-Vertrag und Standardkommentare hierzu; SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, S. 743, 749. Für Subsidiarität der Kapitalverkehrsfreiheit jetzt wohl: Schlussanträge, aaO (Fn. 8), Rdn. 36.

31 Zu den verschiedenen vorgeschlagenen Schwellen vgl. etwa SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, S. 743, 750 f.

War bisher vor allem zwischen Niederlassungsfreiheit der Gesellschafter und Niederlassungsfreiheit der Gesellschaft (und hier nochmals primärer und sekundärer Niederlassungsfreiheit) differenziert worden,³² so bahnt sich für die Zukunft eine andere vorrangige Trennlinie an: eine Differenzierung, auch aus Einfachheitsgründen, vor allem zwischen Kapitalverkehrsfreiheit (des Gesellschafters) und Niederlassungsfreiheit (der Gesellschaft).

b) Weitgehende Parallelität in den Ergebnissen

Der EuGH beantwortete Fragen der Niederlassungsfreiheit deswegen nicht, weil die Ergebnisse im konkreten Falle die gleichen wären. Dies gilt in zahlreichen Punkten.³³

Weit reichen die *Parallelen* schon bei Fragen der Behinderungswirkung: Beide Freiheiten gelten für Zuzug wie Wegzug bzw. Zufluss wie Abfluss,³⁴ beide werden heute nicht mehr nur als Diskriminierungs-, sondern als sogenannte Beschränkungsverbote verstanden.³⁵ Sie erfassen also nicht nur die offene Diskriminierung, d. h. eine Ungleichbehandlung je nach Staatsangehörigkeit des Anlegers oder der Gesellschaft, und die versteckte (ebenefalls regelmäßig gewollte) Diskriminierung nach einem Kriterium, das typischerweise zu dem der Staatsangehörigkeit parallel läuft, etwa der Wohnsitz einer natürlichen Person³⁶ oder der Umsatz bzw. das Steueraufkommen einer

32 Etwa BEHRENS, *RabelsZ* 52 (1988) 498, 507f; DERS., *ZGR* 1994, 1, 15–17; EYLES, aaO (Fn. 25), S. 38–43 und 90–94; KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 66f, 80; MÜLBERT/SCHMOLKE, *ZvglRW* 100 (2001) 233, 240–244; SCHÖN, FS Lutter 2000, 685, 689f; DERS., *RabelsZ* 64 (2000) 1, 9–11.

33 Allgemein zur Konvergenz der Grundfreiheiten: BEHRENS, *EuR* 1992, 145; CLASSEN, *EWS* 1995, 97; EVERLING, GS Knobbe-Keuk 1997, S. 607, 617f; STREINZ, FS Rudolf, 2001, S. 199–221; STEINBERG, *EuGRZ* 2002, 13–25.

34 Für die Niederlassungsfreiheit: EuGH vom 27. September 1988 – Rs. 81/87 *Daily Mail*, Slg. 1988, 5483, 5510 (Rdn. 16); BEHRENS, *JBl.* 2000, 341, 347–349; EYLES, aaO (Fn. 25), S. 55f, 74f; KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 68–80; MÜLBERT/SCHMOLKE, *ZvglRW* 100 (2001) 233, 269–271; SCHÖN, FS Lutter, 2000, S. 685, 702f. Für die Kapitalverkehrsfreiheit vgl. Wortlaut und Beispiele bei SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, S. 743, 745–747 und 756f.

35 Für die Niederlassungsfreiheit: EuGH vom 30. November 1995 – Rs. C-55/94 *Gebhard*, Slg. 1995, I-4821, 4897f (Rdn. 31–33); KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 103–117; MÜLBERT/SCHMOLKE, *ZvglRW* 100 (2001) 233, 237–244; SCHÖN, *EWS* 2000, 281, 284–287; vgl. auch CALLIESS/RUFFERT/BRÖHMER, aaO (Fn. 28), Art. 43 EG-Vertrag Rdn. 28–31 (selbst zweifelnd); a. A. noch etwa EYLES, aaO (Fn. 25), S. 64–77. Für die Kapitalverkehrsfreiheit (vgl. schon Wortlaut): CALLIESS/RUFFERT/BRÖHMER, aaO (Fn. 28), Art. 56 EG-Vertrag Rdn. 15–20; SCHÖN, GS Knobbe-Keuk, S. 743, 755f.

36 EuGH vom 29. Oktober 1980 – Rs. 22/80 *Boussac Saint-Frères SA v Brigitte Gerstenmeier*, Slg. 1980, 3427, 3436 (Rdn. 9). Für die Niederlassungsfreiheit: EuGH vom

Körperschaft an einem bestimmten Ort. Sie erfassen vielmehr auch diejenigen Regeln, die nur de facto ausländische Personen schwerer belasten, etwa kostenmäßig, weil sie sich schwerer auf die andere Rechtslage einstellen können. Ein umfassendes Beschränkungsverbot müsste sogar auch diejenigen nationalen Regeln erfassen, die ausländische Personen nicht einmal de facto schwerer treffen als inländische. Bisher war das kaum je der Fall, ohne dass nicht auch ein Element besonderer kostenmäßiger Belastung ausländischer Personen zu konstatieren gewesen wäre.³⁷ Offen diskriminierend war ein Teil der portugiesischen Normen. Ansonsten jedoch gehen die vorliegend entschiedenen Sachverhalte weiter in Richtung reine, d. h. gänzlich diskriminierungsfreie Beschränkung als praktisch alle anderen zuvor: Nicht einmal de facto dürften ausländische Anleger etwa von den französischen Regeln stärker getroffen werden als inländische, so dass die Golden Shares-Entscheidungen fortan als die Paradefälle für ein umfassendes Beschränkungsverbot zu gelten haben.

Weit reichen die *Parallelen* auch *bei der Rechtfertigung*: Für die (praktisch wichtigeren) ungeschriebenen Rechtfertigungsgründe, die „zwingenden Gründe des Allgemeininteresses“, und den Verhältnismäßigkeitsgrundsatz mit seinen auch formalen Ausprägungen betont dies der EuGH nochmals ausdrücklich.³⁸

Unterschiede ergeben sich vor allem in zwei Punkten: Die geschriebenen Rechtfertigungsgründe sind nicht die gleichen. Die wichtigste Divergenz, die sich aus Art. 58 Abs. 1 EG-Vertrag ergibt, betrifft jedoch nicht das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, sondern das (Kapitalertrags-)Steuerrecht. Weniger bedacht wurde offenbar der zweite Unterschied. Die Kapitalverkehrsfreiheit gilt auch im Verhältnis zu Drittstaaten. Zwar sind nach Art. 57 EG-Vertrag Einschränkungen gestattet, dem nationalen Regelgeber

5. Dezember 1989 – Rs. C-3/88 *Kommission/Italien*, Slg. 1989, 4035, 4059 (Rdn. 8); GRABITZ/HILF/RANDELZHOFFER, Das Recht der Europäischen Union, 5/2001, Art. 52 Rdn. 37f; W.-H. ROTH, in: Dausen, Handbuch des EG-Wirtschaftsrechts, 9. Lfg., 8/2000, Kapitel E.I., Rdn. 62; für die Kapitalverkehrsfreiheit vgl. GRABITZ/HILF/RESS/UKROW, Das Recht der Europäischen Union, 5/2001, Art. 73b Rdn. 15.

37 Vgl. etwa EuGH vom 12. Juli 1984 – Rs. 107/83 *Klopp*, Slg. 1984, 2971; 19. Januar 1988 – Rs. 292/86 *Gullung*, Slg. 1988, 111; 7. Mai 1991 – Rs. 340/89 *Vlassopoulou*, Slg. 1991, I-2357; 31. März 1993 – Rs. 19/92 *Kraus*, Slg. 1993, I-1663; im Überblick: VON DER GROEBEN/TROBERG, Komm. z. EU-Vertrag, 5. Aufl., 1997, Art. 52 Rdn. 49–60. Daher wurde von vielen auch noch eine Diskriminierung angenommen: EVERLING, FS von der Groeben, 1987, S. 111, 113–117; DERS., DB 1990, 1853, 1857; HAILBRONNER, JuS 1991, 917, 919f; kritisch zur Ausdehnung des Diskriminierungsbegriffs: KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 85 f.

38 EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 59. Dazu dann unten IV.

jedoch nicht in neuen (Privatisierungs-)Gesetzen. Ist das Direktinvestment aus Drittstaaten danach frei, so ist die Niederlassungsfreiheit der solchermaßen gegründeten oder übernommenen Gesellschaft als Betätigungsfreiheit ebenfalls unbegrenzt³⁹ und umfasst nach herrschender Meinung auch das Recht, dass Geschäftsleiter (etwa aus Drittstaaten), soweit nötig, ihre Leitungsfunktion in der EU ausüben können.⁴⁰ Die einzige Hürde, die Eingangshürde beim unternehmerischen Engagement der natürlichen Person, entfällt mit der Rechtsprechung zu den Golden Shares. Zumindest auf der Rechtfertigungsebene wird eine Reaktion möglich sein müssen, soll nicht das Engagement eines irakischen Unternehmens in Deutschland etwa unter Sicherheitsaspekten völlig gleich behandelt werden wie das eines belgischen.

2. *Unbegrenzt oder begrenztes Beschränkungsverbot?*

a) *Im Ausgangspunkt unbegrenzt Beschränkungsverbot*

Der EuGH diskutierte kaum, warum die genannten nationalen Regeln behindernd wirkten. Für die diskriminierenden portugiesischen Regeln (in der Gesetzes-Verordnung Nr. 65/94) war das auch nicht zu erwarten. Jedoch diskutierte das Gericht auch sonstige mögliche Fragen nicht: War nicht zu unterscheiden zwischen nationalen Normen, die den Zugang zur Anlage rechtlich versperren, jedenfalls ab einer gewissen Schwelle (Regeln zur Aktionärsstruktur), und denen, die die Anlage nur faktisch weniger attraktiv machen mögen, weil Verwaltungsrechte der anderen Aktionäre beschnitten werden? Nach dem Gesagten wirken beide Eingriffe immerhin verschieden intensiv. Ebenfalls verworfen hat das Gericht offenbar – diskussionslos – die Überlegung, dass den Anlegern ja andere Anlagen durchaus frei stehen, sie also den Kapitalmarkt durchaus nutzen können; die Golden Share-Regelung führt auf diesem (frei zugänglichen) Markt nur dazu, dass ein einziges Anlageprodukt in gewissem Umfang rechtlich verschlossen bleibt oder gar nur faktisch weniger attraktiv gemacht wird. Zwar mag es ein durchaus berechtigtes Anliegen sein, die öffentliche Hand anzuhalten, die Privatisierungserlöse durch attraktive Ausgestaltung zu maximieren und die Effizienzgewinne von Privatisierung voll durchschlagen zu lassen; dieses Argument

39 Nicht mehr vertreten wird die so genannte Kontrolltheorie, nach der die Niederlassungsfreiheit der Gesellschaft davon abhängt, ob sich auch die beherrschenden Gesellschafter selbst auf die Niederlassungsfreiheit berufen könnten (nicht so bei Drittstaaten): vgl. nur EVERLING, Das Niederlassungsrecht im Gemeinsamen Markt, 1963, S. 40; KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 62 f m.w.N.

40 EuGH vom 10. Juli 1986 – Rs. 79/85 Segers, Slg. 1986, 2375, 2388 (Rdn. 15).

zieht der EuGH jedoch nicht heran, der Schutz öffentlicher Haushalte läge wohl auch nicht in seiner Kompetenz. Aus Anlegersicht beschränkt sich die Wirkung der Golden Shares-Regelungen hingegen doch darauf, dass eine bloße Chance nicht oder nur weniger weitgehend eingeräumt wird.

Wenn eine nationale Regel schon als hindernd angesehen wird, weil sie Verwaltungsrechte der Aktionäre beschneidet, und nicht nur, wenn sie den Erwerb der Aktien beschränkt, stellt sich die Frage nach den Grenzen. Denn dann kann potentiell jede Norm mit Rückwirkung auf Aktionärsverwaltungsrechte Behinderungswirkung entfalten. Sie muss dann daher, zumal wenn die Anteile der Gesellschaft an international zugänglichen Kapitalmärkten gehandelt werden, nach der Grundfreiheitsdogmatik gerechtfertigt werden. Jede solche nationale Norm wäre damit europarechtlich revisibel.

Als in den 90er Jahren die Befürchtung aufkam, der EuGH könne das gesamte klassische nationale Privatrecht, vor allem Vertragsrecht, an den Grundfreiheiten messen,⁴¹ machte das Wort vom „horror iuris“ die Runde.⁴² Sind die Urteile in der Tat so weit zu verstehen wie die bisherigen Ausführungen es nahelegen, so würde dies ähnliche Befürchtungen bei vielen Gesellschaftsrechtlern schüren. Ohne Harmonisierungsauftrag würde der EuGH einen erheblichen Druck zumindest gegen solche nationale Lösungen aufbauen, die vom Üblichen erheblich abweichen.⁴³ Verschiedene Ansätze für Grenzen scheinen denkbar; eine Faustformel, wie sie Keck⁴⁴ für die Warenverkehrsfreiheit aufstellte, ist hingegen nicht erkennbar.

41 Es ging vor allem um Fälle des Unlauterkeitsrechts und zur Arbeitnehmerfreizügigkeit, etwa: EuGH vom 7. März 1990 – Rs. C-362/88 *GB-Inmo-BM*, Slg. 1990, I-667, 689; vom 18. Mai 1993 – Rs. C-126/91 *Yves Rocher*, Slg. 1993, I-2361, 2386–2391; 2. August 1993 – verb. Rs. C-259, 331 und 332/91 *Allué II*, Slg. 1993, I-4309. Wenig bedacht wurde EuGH vom 24. Januar 1991 – Rs. C-339/89 *Alsthom Atlantique*, Slg. 1991, I-107, 124, nach dem nationale Regeln, die im internationalen Sachverhalt abbedungen werden können, nicht an den Grundfreiheiten zu messen seien. Zur Rechtfertigung GRUNDMANN, ZHR 163 (1999) 635, 656–659.

42 Etwa STEINDORFF, JZ 1994, 95, 96–98 und zustimmend MÜLBERT, ZHR 159 (1995) 2, 7; Zweifel an der Breite des Behinderungsbegriffs andeutend jetzt auch KRAUSE, NJW 2002, 2747, 2750.

43 Dies zu einem Zeitpunkt, da vermehrt auf die ökonomischen Argumente hingewiesen wird, die demgegenüber für Vielfalt beispielsweise gerade bei den Aktionärsrechten sprechen können („Wettbewerb der Systeme“): vgl. nur GRUNDMANN, ZGR 2001, 783; zum Wettbewerb der Gesetzgeber im Gesellschaftsrecht demnächst auch monographisch KIENINGER (beide mit umfangreichen Literaturangaben).

44 EuGH vom 24. November 1993 – verb. Rs. C-267/91 und C-268/91 *Keck & Mit-houard*, Slg. 1993, I-6097, 6130–6132. Die Faustformel wurde freilich bald wieder relativiert, vgl. etwa EuGH vom 6. Juli 1995 – Rs. C-470/93 *Mars*, Slg. 1995, I-1923, 1941 ([Werbe-]Regelung zu Verpackung nicht Verkaufsmodalität); vom 10. Mai 1995 –

b) Eingrenzung auf Sonderrechte staatlicher Stellen?

Denkbar ist, die Golden Shares-Entscheidungen allein auf die Einräumung von Sonderrechten an staatliche Stellen zu beziehen. Dogmatischer Ansatzpunkt wäre, dass die Grundfreiheiten keine (unmittelbare) Drittwirkung gegen Privatrechtssubjekte entfalten. Dies ist freilich in wichtigen Konstellationen europarechtsdogmatisch, jedoch gerade auch unter Wertungsgesichtspunkten fragwürdig. Hier geht es um den eigentlichen Schritt vom bloßen Privatisierungskontext zum allgemeinen Aktien- und Kapitalmarktrecht.

Europarechtsdogmatische Zweifel ergeben sich, weil zumindest eine abgeschwächte Form der Drittwirkung allgemein anerkannt ist.⁴⁵ Grundfreiheiten uneingeschränkt auf Privatrechtssubjekte anzuwenden ist doch nur deshalb problematisch, weil damit andere anerkannte Grundwerte erheblich beschnitten würden, vor allem die Privatautonomie.⁴⁶ In der Tat überprüft der EuGH (für das Vertragsrecht) nationale Regeln nicht anhand der Grundfreiheiten, die die Parteien privatautonom abbedingen können (oder eben auch nicht).⁴⁷ Eröffnet jedoch der (Privatrechts-)Gesetzgeber Privatrechtssubjekten Mittel, Grundfreiheiten zu beschränken, ohne die Zustimmung der Betroffenen zu benötigen, trägt dieses Argument nicht mehr. In der Tat ist die

Rs. C-384/94 *Alpine Investment*, Slg. 1995, I-1141, 1176–1178 (Werberegeln des Herkunftslandes). Teils wurde die Entscheidung als formelhaft kritisiert, eine Eingrenzung der potentiell schrankenlosen Grundfreiheitenüberprüfung nationalen Rechts wurde jedoch vorher gefordert und wird auch heute immer wieder als positiv herausgestellt: vgl. etwa aus dem europagesellschaftsrechtlichen Schrifttum: KRUSE, aaO (Fn. 25), S. 89–94, 97 f, 115–117; PANNIER, Harmonisierung der Aktionärsrechte in Europa, insbesondere der Verwaltungsrechte, 2003 (im Erscheinen), § 2 III.

⁴⁵ Vgl. EuGH vom 12. Dezember 1974 – Rs. 36/74 *Walrave*, Slg. 1974, 1405, 1419 f; vom 14. Juli 1976 – Rs. 13/76 *Doná*, Slg. 1976, 1333, 1340 f; vom 15. Dezember 1995 – Rs. C-415/93 *Bosman*, Slg. 1995, I-4921, 5065–5067; besonders weitgehend EuGH vom 22. Januar 1981 – Rs. 58/80 *Dansk Supermarked*, Slg. 1981, 181, besonders S. 195; und zuletzt EuGH vom 6. Juni 2000 – Rs. C-281/98 *Angonese*, Slg. 2000, I-4139, 4171–4175 (Rdn. 29–46); monographisch zur Drittwirkung: JAENSCH, Die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten – Untersuchung der Verpflichtung von Privatpersonen durch Art. 30, 48, 52, 59, 73b EGV, 1997; SCHAEFER, Die Marktfreiheiten des EG-Vertrages als Ermessensgrenze – Probleme der horizontalen unmittelbaren Wirkung des Gemeinschaftsrechts, gezeigt am Beispiel des Art. 30 EWGV, 1997; grundlegend RIESENHUBER, System und Prinzipien des Europäischen Vertragsrechts, 2002 (im Erscheinen), § 5 III; W.-H. ROTH, FS Everling, 1995, S. 1231; SUNDBERG-WEITMANN, CMLR 10 (1973) 71, 73–80. Für eine generelle unmittelbare Drittwirkung der Kapitalverkehrsfreiheit: MÜLLER, Kapitalverkehrsfreiheit in der Europäischen Union, 2000, S. 144 f.

⁴⁶ Grundlegend zuletzt RIESENHUBER, aaO (Fn. 45).

⁴⁷ Vgl. EuGH vom 24. Januar 1991 – Rs. C-339/89 *Alsthom Atlantique*, Slg. 1991, I-107, 124 und Zitate dazu oben in Fn. 41.

Bindung des Privatrechtsgesetzgebers bei der Ausgestaltung des Privatrechts heute unbestritten.⁴⁸ Er beschränkt selbst die Grundfreiheiten, wenn er Privatrechtssubjekten behindernd wirkende Instrumente an die Hand gibt.

Bei den unten⁴⁹ näher diskutierten Beispielen spielt diese Überlegung nur teilweise eine Rolle: sicherlich nicht, soweit es um den zwingenden Charakter des Aktienrechts geht; wohl auch nicht, soweit dem Management Abwehrmittel gegen Übernahmeangebote an die Hand gegeben werden, jedenfalls nicht, wenn die Regelung als Strukturregel zwingend ist (wie wohl in Deutschland). Erst bei satzungsautonom eingeführten Höchst- oder Mehrstimmrechten ist zu fragen, ob und in welchem Umfang der Aspekt Privatautonomie Beachtung verdient; die in Deutschland wichtigste Regelung hierzu – im VW-Gesetz – ist freilich wiederum zwingend.

Unter Wertungsgesichtspunkten ist wichtig: In den Golden Shares-Urteilen wurden Maßnahmen als behindernd eingestuft, die für eine von vielen Kapitalanlagen in einem frei zugänglichen Kapitalmarkt den Zugang (teils) versperren oder auch nur die Attraktivität senken. Die genannten Normen im Allgemeinen Aktien- und Kapitalmarktrecht wirken hingegen auf die Marktstruktur generell ein: Satzungen können allgemein nicht mehr privatautonom zugeschnitten werden, Übernahmen allgemein verhindert werden, die Aktionärsstimmrechte allgemein so ausgestaltet werden, dass der Mehrheitserwerb inattraktiv wird (d.h. Übernahmen unwahrscheinlich werden). Unter Wertungsgesichtspunkten ist es kaum zu rechtfertigen, Regeln, die nur für einzelne Kapitalanlagen Behinderungen schaffen, grundfreiheitlich zu kontrollieren, weil sie die öffentliche Hand begünstigen, Regeln hingegen, die faktisch die gleichen Folgen für ganze Märkte haben, also marktstrukturell wirken, nicht zu überprüfen, weil sie Privatrechtssubjekte als Gründer oder beherrschende Gesellschafter begünstigen. (Auch) Integrationspolitisch – und hierfür sind die Grundfreiheiten *sedes materiae* – wiegt Zweiteres sogar

48 Vgl., einen Verstoß gegen Grundfreiheiten bejahend: EuGH vom 7. März 1990 – Rs. C-362/88 *GB-Inno-BM*, Slg. 1990, I-667, 689; vom 18. Mai 1993 – Rs. C-126/91 *Yves Rocher*, Slg. 1993, I-2361, 2386–2391; vom 2. August 1993 – verb. Rs. C-259, 331 und 332/91 *ALLUÉ II*, Slg. 1993, I-4309; ihn (nur) im Einzelfall verneinend EuGH vom 24. Dezember 1978 – Rs. 15/78 *Kaestler*, Slg. 1978, 1971 (Börsentermingeschäft); vom 24. Januar 1991 Rs. C-339/89 *Alsthom Atlantique*, Slg. 1991, I-107, 124 (Kaufgewährleistung); vom 13. Dezember 1993 – Rs. C-93/92 *CMC Motorradcenter*, Slg. 1993, I-5009, 5021 f. (c.i.c.); im Grundsatz heute unstreitig: grundlegend BASEDOW, *RabelsZ* 59 (1995) 1, 28–30; FALLON, *RdC* 253 (1995-I) 9, 70–85, 119–149 und 231–266; GRUNDMANN, *Das Europäische Bankaufsichtsrecht wächst zum System – Wie weit reicht fortan die nationale Rechtsetzungsmacht?*, 1990, S. 36–46; W.-H. ROTH, *RabelsZ* 55 (1991) 623, 654–656; im Grundsatz schon STEINDORFF, *EuR* 1981, 426, 435–441.

49 Unter V.

schwerer, die Beschränkung reicht weiter. Soll die Grundfreiheitenanwendung stimmig bleiben, sind also entweder die Golden Shares-Entscheidungen abzulehnen und zurückzunehmen oder sie sind a maiore auf die hier genannten Konstellationen zu erstrecken. Im zweiten Fall ist eine differenzierende Lösung auf der Rechtfertigungsebene zu suchen und möglich.

c) Eingrenzung auf an Kapitalmärkten gehandelte Gesellschaften?

Solider erscheint eine zweite Eingrenzung. Grundfreiheiten erfassen nur Sachverhalte mit grenzüberschreitendem Bezug. Werden Anteile einer Gesellschaft auf international zugänglichen Kapitalmärkten gehandelt, sind grenzüberschreitende Transaktionen stets denkbar, ist also, wenn eine Regelung abschreckend wirkt, stets auch denkbar, dass sie in einem grenzüberschreitenden Fall abschreckend und damit hindernd im Sinne der Grundfreiheitendogmatik wirkt. Zumindest für Art. 95 EG-Vertrag nimmt der EuGH an, dass diese Möglichkeit keine nur theoretische sein dürfe, sondern im konkreten Fall plausibel sein muss.⁵⁰ Das wird man auch für ein objektives Verfahren vor dem EuGH wie das Vertragsverletzungsverfahren anzunehmen haben – Individualverfahren kann ohnehin nur anstrengen, wer tatsächlich behindert ist. Bei Gesellschaften, deren Kapital nicht an öffentlichen Märkten gehandelt wird, ist hingegen die Möglichkeit, dass restriktive aktien- oder kapitalmarktrechtliche nationale Normen grenzüberschreitendes Investment abschrecken, regelmäßig als bloß hypothetisch zu qualifizieren, solange nicht ein bestimmter Investor im Ausland angedacht ist.

Auch unter Wertungsgesichtspunkten ist eine Golden Share-Regelung für Gesellschaften mit engem, geschlossenem Aktionärskreis potentiell anders zu bewerten als eine für Gesellschaften mit breitem Anlegerkreis.⁵¹ Auch die gesetzgeberische Bewertung in Europa und in Deutschland ist für beide Situationen unterschiedlich. Für die erstgenannte Form von Gesellschaften gelten die standardisierten Kapitalmarktinformationspflichten nicht und gilt auch das Verbot von Höchststimmrechten in Deutschland nicht. Bei engem Aktionärskreis wird davon ausgegangen, dass regelmäßig das Investment so hoch ist, dass Informationen auf anderem Weg zugänglich gemacht und auch verarbeitet werden.⁵² Anfallende Kosten für Verarbeitung oder auch Rat amortisieren sich hier eher auf Grund der Größe des Investments. Die

⁵⁰ So im so genannten Tabakurteil des EuGH: EuGH vom 5. Dezember 2000 – Rs. C-376/98 *Deutschland/Parlament und Rat*, Slg. 2000, I-8419, 8529–8532 (Rdn. 106–115).

⁵¹ Ebenso etwa RUTABANZIBWA, (1996) 17 *The Company Lawyer* 40, 43.

⁵² Hierzu SPINDLER, AG 1998, 53, 65; vgl. auch CHEFFINS, *Company Law – Theory, Structure and Operation*, 1997, S. 66 f und 466–470.

jeweilige Anlageentscheidung hat daher weitergehend die Vermutung der individuellen Richtigkeit für sich. Die Vorzüge einer privatautonomen und damit besser auf die individuellen Bedürfnisse zugeschnittenen Regelung sollen solchen Anlegern mangels Schutzinteresse eröffnet bleiben.

d) Grenze der Spürbarkeit der Sonderrechtseinräumung?

Im Anwendungsbereich der Grundfreiheitenprüfung, der solchermaßen grundsätzlich auf kapitalmarktorientierte Gesellschaften eingeengt ist, kann nochmals unterschieden werden. Die Grenzlinie ist allerdings nicht trennscharf. Sie ist wichtig, da zwar zahlenmäßig nur wenige Gesellschaften in die Grundfreiheitenprüfung einbezogen werden, für diese aber potentiell alle Normen zu Verwaltungs- und sonstigen Einflussrechten von Aktionären. Das hat zur Folge, dass das nationale Aktien- und Kapitalmarktrecht zumindest in Vertragsverletzungsverfahren und anderen objektiven Verfahren umfassend auf dem Prüfstand steht und in subjektiven Verfahren wie dem Vorlageverfahren immerhin bei Beteiligung der typischen, stark international angelegten Großgesellschaften.

Maßgebliches Abgrenzungskriterium ist die Schwere des Eingriffs in Aktionärsrechte, weil mit ihr auch die Wahrscheinlichkeit steigt, dass mögliche Anleger abgeschreckt werden. Ungleich stärker beschränkend wirken Regeln, die den Erwerb oder auch nur den Erwerb mit Stimmrechtsmacht rechtlich beschränken (Regeln zur Aktionärsstruktur). Nach der Entscheidung zu Belgien sind jedoch auch Regeln betroffen, die nur die Mitverwaltungsrechte der anderen Aktionäre für bestimmte Geschäftsführungs- und Grundlagenbeschlüsse beschneiden, indem sie einem Aktionär besondere Stimmmacht oder gar ein Vetorecht oder Weisungsrechte einräumen oder aber deren (mittelbaren) Einfluss schwächen, indem sie Sonderrechte für andere Gesellschaftsorgane begründen. In der Tat können auch solche Regeln Investoren abschrecken. Hinreichend konkreter Beleg hierfür sind Kataloge institutioneller Investoren, die angeben, zu welchen, auch rechtlichen, Bedingungen sie investieren.⁵³ Dass jedoch, anders als Beschränkungen bei der Aktionärs-

⁵³ Vgl. etwa, besonders prominent: CALPERS, International Corporate Governance, German Market Principles, 1999 (California Public Employees' Retirement System); für Großbritannien DAVIES, ZGR 2001, 268, 279; Beispiele TRIGO TRINIDADE, ERPL/REDC 2000, 281, 291; unstreitig sind solche Fragen ein Bewertungskriterium: BEHRENEWALDT, FAZ vom 13. August 2001, S. 36. Zur wohl belegbaren Kursrelevanz von Stimmrechtsbeschränkungen (im Marktdurchschnitt ca. 3–4 %) vgl. empirische Studien von GORDON, 76 Cal.L.Rev. 1, 23 (1988); JERRELL/POULSEN, 220 Journal of Financial Economics 129 (1988).

struktur, die bloße Beschneidung von Mitverwaltungsrechten nicht schon den Zugang sperrt, sondern nur die Attraktivität mindert, ist zumindest auf der Rechtfertigungsebene zu berücksichtigen⁵⁴. Die geringere Eingriffsintensität kann jedoch auch schon für die Frage nach der Behinderungswirkung Gewicht haben. Bei solchen Regeln ist stets zu fragen, ob sie den grenzüberschreitend investierenden Anleger tatsächlich abschrecken oder ob zumindest eine spürbare Gefahr besteht. Hilfreich für diese – eher vage – Prognose sind wiederum die genannten Kataloge, in denen institutionelle Anleger die Regeln benennen, die sie für ihr Investment als störend empfinden. Bei Privatanlegern erscheint es nicht plausibel, dass sie auf Regeln, die ihre Verwaltungs- und Einflussrechte eng umreißen, (noch) sensibler reagieren. Die Frage, ob die Mitgliedstaaten bei der Gestaltung ihres Rechts einen Beurteilungsspielraum haben sollten, kann demgegenüber, wenn eine Abschreckungswirkung genügend plausibel gemacht ist, sinnvoll erst auf der Rechtfertigungsebene gestellt werden.

e) Begrenzte Kompetenz des EuGH?

Die aufgeworfenen Fragen kulminieren in einer institutionellen: Zu fragen ist, ob der EuGH nicht Kompetenzschränken unterworfen ist, wenn er, wie hier, sehr weitgehend wirtschaftspolitische nationale Gesetzgebungsentscheidungen auf Verhältnismäßigkeit etc. überprüft. Unter zwei Bedingungen scheint solch' ein Verfahren akzeptabel: Zum einen muss in der Tat eine konkrete Möglichkeit der Behinderung gefordert werden; der EuGH darf auch nicht verdeckt Interessen durchsetzen, etwa nationale Haushaltsinteressen, für deren Beurteilung er keine Kompetenz hat. Zum anderen muss auf der Rechtfertigungsebene eine Entscheidungsprärogative des nationalen Gesetzgebers erhalten bleiben. Solchermaßen wird zwar eine allgemeine Überprüfungscompetenz des EuGH aufgebaut, zugleich behält jedoch der nationale Gesetzgeber auf der Ebene der Rechtfertigung beschränkender nationaler Normen bei plausiblen Bewertungszweifeln das Letztentscheidungsrecht.

3. Integrations- und wirtschaftspolitische Bewertung

Fasst man die wichtigsten Aspekte zusammen und bewertet sie, so ergibt sich: Zur Debatte steht, ob eine allgemeine Grundfreiheitenüberprüfung von aktien- und kapitalmarktrechtlichen Gestaltungen, die Verwaltungs- und

54 Unten IV.

sonstige Einflussrechte von Aktionären eng umreißen, zu begrüßen ist, oder zugespitzt: ob der nationale Gesetzgeber bei jeder dieser Gestaltungen einem Rechtfertigungsdruck vor dem EuGH unterliegen soll. Bei der Beantwortung der Frage zeigt sich ein Paradox: Im unmittelbaren Anwendungsbereich der Urteile, bei Golden Shares-Gestaltungen, die die hohe Hand bei Privatisierungen als „Geschäftsbedingung“ stellt, ist die Abwägung tendenziell schwieriger. Denn hier mögen zwar wirtschaftspolitisch gute Gründe dafür sprechen, dass die hohe Hand „konsequent“ sein sollte und den Kräften des Marktes, vor allem der disziplinierenden Wirkung eines Marktes für Unternehmenskontrolle, keine Staatskontrollrechte entgegen stellen sollte, was meist auch die Privatisierungsgewinne steigern wird. Da der EuGH jedoch zu den Haushalten der privatisierenden Stellen nicht zu judizieren hat, fragt sich, ob die Beantwortung der Frage, ob die besseren Gründe für oder gegen Staatskontrollrechte sprechen, nicht eher in die nationale Kompetenz (oder allenfalls in die Europäische Gesetzgebungskompetenz) fällt, ob also diese auch wirtschaftspolitisch umstrittene Frage dezentral beantwortet werden soll oder zumindest von einem Gesetzgeber mit seinen Ressourcen. Denn, da allenfalls eine einzelne Anlage für bestimmte Investoren versperrt oder gar nur weniger attraktiv gemacht wird, sind adverse Wirkungen auf die Integration eher gering. Der Ansatz der Grundfreiheitendogmatik fördert zwangsläufig eine bestimmte Entscheidungstendenz – gegen Staatskontrollrechte. Umgekehrt sind die EuGH-Entscheidungen in ihrem mittelbaren Anwendungsbereich, bei der Auswirkung auf das Aktien- und Kapitalmarktrecht insgesamt, einfacher zu begründen: Hier geht es nicht mehr um einzelne Anlagen, die ihre Anbieter nicht optimal attraktiv ausgestalten, sondern um Regeln, die einen ganzen Anlagemarkt für bestimmte Anleger weitgehend versperren oder inattraktiv machen mögen. Dies ist höchst integrationsrelevant, wenn denn Behinderungswirkungen plausibel gemacht sind. Hier greifen daher auch alle ökonomischen, im Grundsatz unangezweifelte Überlegungen in erheblichem Maße, die für größere, integrierte Märkte sprechen⁵⁵ und EG-verfassungsrechtlich befürwortet werden. Kaum ins Gewicht fällt, dass eine Faustformel, wie sie der EuGH mit *Keck* für die Produktfreiheit entwickelte, nicht erkennbar ist; denn auch in *Keck* ging es letztlich nur darum, (fehlende) Spürbarkeit faustformelartig für eine Fallgruppe zu umschreiben, und selbst die Faustformel musste bald wieder durchlöchert werden. Wichtiger ist, dass auf der Rechtfertigungsebene – innerhalb wie außerhalb des unmittelbaren Anwendungsbereiches der EuGH-Urteile –

55 Vgl. MOLLE, *The Economics of European Integration*, 4. Aufl., 2001; PELKMANS, *European Integration: Methods and Economic Analysis*, 2. Aufl., 2001; ROBSON, *The Economics of International Integration*, 4. Aufl., 1998.

eine Gesetzgeberprärogative gegenüber dem Rechtsprechungseingriff verbleibt. Es entsteht jedoch (oder steigt) ein Rechtfertigungsdruck, was jedenfalls bei den allgemein marktstrukturell wirkenden Regeln zu begrüßen ist. Je nachdem, ob die zentrale Rechtsprechungsentscheidung oder die dezentrale Gesetzgebungsentscheidung gestärkt werden soll, wird man in Zweifelsfragen einen breiten Ermessensspielraum des nationalen Gesetzgebers befürworten oder nicht. Angesprochen ist damit die Rechtfertigungsebene.

III. Rechtfertigung

Die Golden Shares-Entscheidungen haben auf Ebene der Behinderung die Regelungen, die überprüft werden können, erheblich, möglicherweise sogar uferlos vervielfacht. Selbst nach den hier vorgeschlagenen Eingrenzungen geht es immer noch um all' jene Vorschriften, die den Anteilserwerb in kapitalmarktorientierten Gesellschaften spürbar weniger attraktiv machen. Die Prüfung der Rechtfertigungsgründe gewinnt umso deutlicher an Gewicht.

1. Keine Rechtfertigung durch Art. 295 EG-Vertrag

Der Generalanwalt hat noch versucht, die Vereinbarkeit der Golden-Shares-Vorschriften (mit Ausnahme der diskriminierenden portugiesischen Regelung) mit europäischem Primärrecht aus Art. 295 EG-Vertrag abzuleiten, einer Ausnahmenvorschrift, nach der die *Eigentumsordnung in den verschiedenen Mitgliedstaaten vom EG-Vertrag unberührt* bleibt. Aus einer (ungewöhnlich ausführlichen) Auslegung der Norm, insbesondere aus deren Entstehungsgeschichte und exponierten Stellung unter den allgemeinen Vorschriften folgert der Generalanwalt, dass sich der EG-Vertrag neutral zu wirtschaftlichem Eigentum an Unternehmen und Produktionsmitteln verhalte.⁵⁶ Die Vorschrift gewähre aber nicht nur ein Wahlrecht der Mitgliedstaaten zwischen Privatisierung und Verstaatlichung im Sinne eines Entweder-Oder.⁵⁷

⁵⁶ Schlussantrag des Generalanwaltes, Slg. 2002, I-4731, abrufbar unter www.curia.eu.int, Rdn. 40–89; hierzu RUGE, EuZW 2002, 421, 423. Zur bisherigen Rechtsprechung zu Art. 295 vgl. GRABITZ/HILF/HOCHBAUM, Das Recht der Europäischen Union, 5/2001, Art. 222 Rdn. 10f, zur Entstehungsgeschichte der Norm EVERLING, FS Raiser, 1974, S. 379, 383 sowie LACKHOFF, aaO (Fn. 25), S. 479f. Vgl. jetzt auch die Schlussanträge, aaO (Fn. 8), Rdn. 37.

⁵⁷ So die Formulierung von RUGE, EuZW 2002, 421, 423. In dieser Hinsicht kam Art. 295 EG-Vertrag schon einmal erhebliche Bedeutung zu, nämlich bei den französischen Nationalisierungen Anfang der 80er Jahre, gegen die die Kommission wegen dieser Vorschrift keinerlei europarechtliche Bedenken geltend gemacht hatte. Hierzu kritisch CAPELLI, RIW 1983, 313, 318 f m.w.N.

Auch die Zurückbehaltung besonderer Veto- und Ernennungsrechte für den Staat als Aktionär privatisierter Betriebe sei als eine Art „Minus“ zu wirklichen Staatsbetrieben und daher erst recht durch Art. 295 EG-Vertrag geschützt.⁵⁸ Zwar könne die konkrete Ausübung der staatlichen Sonderrechte durchaus an den Grundfreiheiten gemessen werden, denn die Vorschrift befreie nicht gänzlich von der Befolgung der Grundprinzipien des Vertrages. Der erste (und viel weiter reichende) Schritt jedoch, die Gewährung der Goldenen Aktien, sei wegen Art. 295 EG-Vertrag unbeeinflusst von den Grundfreiheiten möglich und deshalb per se nicht europarechtswidrig.⁵⁹

Der Europäische Gerichtshof ist dieser Ansicht dezidiert entgegengetreten, indem er schlicht feststellt, dass die in den Mitgliedstaaten bestehende Eigentumsordnung den Grundprinzipien des Vertrages nicht entzogen sei.⁶⁰ In der Tat zielt Art. 295 EG-Vertrag nach seinem Wortlaut nicht auf die Gewährung einzelner Rechtspositionen, sondern auf die Eigentumsgrundordnung der Mitgliedstaaten (vielleicht sogar auf deren status quo von 1957).⁶¹ Zudem widerspricht einer weiten Auslegung der Norm, dass viele Regelungen des EG-Vertrages zwangsläufig auch eigentumsrechtlich wirken⁶² und, mehr noch, dass die marktwirtschaftliche Grundausrichtung des EG-Vertrages an verschiedener Stelle deutlich hervortritt.⁶³ Die entscheidende Überlegung jedoch wird vom EuGH nur angedeutet. Nach ständiger Rechtsprechung dürfen die *Grundprinzipien des Vertrages über Art. 295 EG-Vertrag nicht ausgehebelt* werden;⁶⁴ mit dem jetzigen Urteil erhebt der Gerichtshof die

58 Schlussantrag des Generalanwaltes, aaO (Fn. 56), Rdn. 65.

59 Schlussantrag des Generalanwaltes, aaO (Fn. 56), Rdn. 67, 70 und 90 f. Die Unterscheidung zwischen Gewährung der Sonderrechte und deren Ausübung verkennt RUGE, EuZW 2002, 421, 423 und folgert deshalb fälschlich, auch der Generalanwalt habe eine Prüfung der Goldene Aktien-Regelung als solche befürwortet.

60 Sie kann deshalb eine Beeinträchtigung der Grundfreiheiten nicht rechtfertigen: EuGH *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 48; *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 44 und *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 44.

61 Vgl. EVERLING, FS Raiser, S. 379, 383; WEIS, NJW 1982, 1910, 1914 und RIEGEL, RIW 1979, 744, 745 f. Zur Begrifflichkeit der Norm: GRABITZ/HILF/HOCHBAUM, aaO (Fn. 56), Art. 222 Rdn. 3 f.

62 Vgl. nochmals WEIS, NJW 1982, 1910, 1914.

63 Etwa Art. 4 und Art. 98 EG-Vertrag; hierzu BLECKMANN, Europarecht, 6. Aufl., 1997, Rdn. 751 und LACKHOFF, aaO (Fn. 25), S. 481.

64 Nach dieser Formel (ähnlich vom Generalanwalt verwandt) hat der EuGH seit 1984 auch eigentumsrechtliche Regelungen am Grundsatz der Nichtdiskriminierung gemessen: EuGH *Fearon*, aaO (Fn. 26), Rdn. 7. Neuerdings erweiterte er den Überprüfungsmaßstab auf Grundprinzipien des EG-Vertrages und zählte hierzu auch die Niederlassungs- und Kapitalverkehrsfreiheit: EuGH vom 1. Juni 1999 – Rs. C-302/97, *Konle*, Slg. 1999, I-3099, Rdn. 38.

Grundfreiheiten, speziell die Kapitalverkehrsfreiheit, auch als Beschränkungsverbote in den Rang solcher Grundprinzipien. Deshalb muss zwangsläufig schon die Gewährung der staatlichen Kontrollrechte überprüft werden. Denn der Erwerb von Anteilen einer Gesellschaft wird nicht erst unattraktiv, wenn ein staatliches Vetorecht ausgeübt wird; schon die bloße Einräumung von Staatskontrollrechten verringert die Attraktivität des Investments. Dies verkannte der Generalanwalt.

2. Materielle Rechtfertigung

a) Öffentliche Sicherheit und Grundversorgung

Von den geschriebenen Rechtfertigungsgründen des Art. 58 Abs. 1 EG-Vertrag prüft der Gerichtshof allein diejenigen der „öffentlichen Sicherheit“. Allgemein werden unter diesen Begriff Bedrohungen und Gefahren für die Existenz des Staates in seinen Grundlagen und Einrichtungen gefasst.⁶⁵ Da die Kapitalverkehrsfreiheit bisher eher zurückhaltend angewandt wurde, betreffen die Fälle bislang durchweg so klare Situationen wie Genehmigungserfordernisse, die Schutz gewähren sollen vor Steuerhinterziehung, Geldwäsche, Drogenhandel oder Terrorismus.⁶⁶ Im Blickfeld lag also immer nur der Bereich der Gefahrenabwehr, nicht derjenige der Daseinsvorsorge.

Der Gerichtshof konnte sich jedoch auf ein Urteil zur Warenverkehrsfreiheit beziehen. Dort hatte er einmal geurteilt, dass die Sicherstellung der Versorgung mit Erdölzeugnissen für den Staat ein Ziel der öffentlichen Sicherheit darstellen kann, weil „nicht nur das Funktionieren seiner Wirtschaft, sondern vor allem auch das seiner Einrichtungen und seiner wichtigen öffentlichen Dienste und selbst das Überleben seiner Bevölkerung von ihnen abhängen.“⁶⁷ Diese Rechtsprechung konnte auf die Kapitalverkehrsfreiheit übertragen werden, denn schon die Formulierung des Rechtfertigungsgrundes läuft in Art. 30 und Art. 58 Abs. 1 lit. b) EG-Vertrag gleich. Der gemeinschaftsrechtliche Begriff der öffentlichen Sicherheit beschränkt sich deshalb hier wie dort nicht auf Gefahrenabwehr im sicherheitsrechtlichen Sinne. Er umfasst auch

65 Vgl. hierzu, insbesondere bezogen auf die Niederlassungsfreiheit, W.-H. ROTH, aaO (Fn. 36), Rdn. 73.

66 Vgl. EuGH vom 23. Februar 1995 – Rs. C-358/93 und C-416/93, *Bordessa u. a.*, Slg. 1995, I-361, Rdn. 20 f; vom 14. Dezember 1995 – Rs. C-163/94, C-165/94 und C-250/94, *Sanz de Lera u. a.*, Slg. 1995, I-4821, Rdn. 23; vom 14. März 2000 – Rs. C-54/99, *Église de scientologie*, Slg. 2000, I-1335, Rdn. 18.

67 So EuGH vom 10. Juli 1984 – Rs. 72/83, *Campus Oil*, Slg. 1984, 2727, Rdn. 7.

den Bereich der Grundversorgung, in dem auch die Gesellschaften tätig waren, in denen Frankreich und Belgien die in den hiesigen Verfahren streitgegenständlichen goldenen Aktien hielten.

b) Zwingende Gründe des Allgemeininteresses

Ungeschriebene Rechtfertigungsgründe waren also nur noch im Urteil *Kommission/Portugal* von Interesse. Die beiden portugiesischen Regelungen galten nämlich branchenübergreifend (etwa im Banken-, Versicherungs-, Energie- und Verkehrssektor), weit über den Bereich der Grundversorgung hinaus.⁶⁸ Weil eine Rechtfertigung der offen diskriminierenden Regelung, nach der Anleger anderer Mitgliedstaaten nur begrenzt Anteile der erfassten Gesellschaften erwerben können, ohnehin ausgeschlossen war, mussten zwingende Gründe des Allgemeininteresses alleine für die schlicht beschränkende portugiesische Regelung geprüft werden, die den Erwerb einer Beteiligung ab einer bestimmten Höhe einem Genehmigungsvorbehalt unterwarf. Als Gründe vorgebracht – aber verworfen – wurden die Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit, die Entwicklung des Kapitalmarktes, die breitere Streuung des Aktienkapitals und die Steigerung der Produktivität. Eine pauschale Berufung auf allgemeine wirtschaftspolitische Ziele lässt der EuGH also nicht gelten.⁶⁹ Portugal führte weiterhin den Schutz seiner finanziellen Interessen an. Demgegenüber argumentiert der Gerichtshof im Gegenschluss aus der Nennung steuerlicher Gründe im geschriebenen Rechtfertigungsgrund des Art. 58 Abs. 1.a) EG-Vertrag, dass der Vertrag nur in diesem Bereich die finanziellen Interessen der Mitgliedstaaten habe schützen wollen.⁷⁰ Beruft sich der nationale Regelgeber auf zwingende Gründe des Allgemeininteresses, muss also die Beschränkung dem Schutz konkreter Interessen eines konkreten Personenkreises dienen⁷¹. Geht es um den Schutz fiskalischer Interessen, wird auch dies nicht genügen.

⁶⁸ EuGH *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 12.

⁶⁹ Ständige Rechtsprechung des EuGH seit EuGH vom 19. Dezember 1961 – Rs. 7/61 *Kommission/Italien*, Slg. 1961, 693, 720 (Art. 36 EWGV nur für „Tatbestände nicht wirtschaftlicher Art“); vgl. auch Art. 2 Abs. 2 der Richtlinie 64/221/EWG des Rates vom 25. Februar 1964 zur Koordinierung der Sondervorschriften für die Einreise und den Aufenthalt von Ausländern, soweit sie aus Gründen der öffentlichen Ordnung, Sicherheit oder Gesundheit gerechtfertigt sind, ABl.EG 1964, 850/64 („nicht für wirtschaftliche Zwecke“).

⁷⁰ EuGH *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 52.

⁷¹ Vgl. sogleich noch unter 3.a).

Interessant ist dies vor allem in der Gegenüberstellung: Die Anforderungen an die zwingenden Gründe des Allgemeininteresses sind hoch, wenn Staaten branchenübergreifend wirtschaftspolitisch eingreifen. Auf der anderen Seite sind staatliche Maßnahmen, die spezifisch im Sektor der Grundversorgung wirken, eher zu rechtfertigen, weil und soweit sie die öffentliche Sicherheit schützen. Doch dieser Sektor ist eng begrenzt. Und die Maßnahmen haben einer weiteren Anforderung zu genügen: sie müssen im Verhältnis zum verfolgten Zweck, der Erhaltung der öffentlichen Sicherheit, stehen.

3. *Erforderlichkeit (einschließlich formeller Garantien)*

Das Schwergewicht der Diskussion liegt folglich auf der Hürde der Verhältnismäßigkeit, und dies ist von noch nicht abzusehender Bedeutung für die Zukunft. Mit einer Prüfung, ob die Regelung für die Erreichung des selbst gesetzten Ziels geeignet ist (Zweckbindung) und nicht über das Erforderliche hinausgeht, werden auch die Details der nationalen Regelungen ins Visier genommen. Die Frage nach der Geeignetheit stellt der Gerichtshof allerdings nur am Rande, obwohl diese bei Regeln zur Zusammensetzung des Aktionärskreises keineswegs selbstverständlich sein muss. Stattdessen steht die Erforderlichkeitsprüfung im Vordergrund. Eine zentrale Rolle kommt dabei der Gewährung von Rechtssicherheit zu⁷². Die Gewichtung der Einzellemente und ihre gegenseitige Abwägung auf dieser Prüfungsstufe ist freilich komplex. Systematisierung tut Not, um Rechtsunsicherheit beim nationalen Regelgeber vorzubeugen⁷³. Schließlich darf die Einbettung in den gesellschaftsrechtlichen Kontext nicht vergessen werden⁷⁴.

a) Rechtssicherheit als europäische Vorgabe

Bei der Erforderlichkeitsprüfung geht es vor allem um dreierlei: den Zugschnitt der Eingriffskompetenz, die Ausgestaltung des Verfahrens und die Überprüfbarkeit durch die Gerichte.

Die erste Frage geht dahin, ob die *Eingriffskompetenz* für die hohe Hand *eingegrenzt* ist. Sie untersucht der Gerichtshof unter zwei Aspekten: ob die entsprechende Regelung Voraussetzungen für das Eingreifen vorsieht und ob der Kreis der möglichen Maßnahmen eingegrenzt ist. Beides ist wesentlich:

72 Unten a).

73 Unten b).

74 Unten c).

Es macht die Situationen, in denen der Staat tätig werden kann, und die möglichen Folgen eines solchen Eingriffs für die Wirtschaftsteilnehmer vorhersehbar und schafft so Rechtssicherheit. Fehlt es an einer möglichen Eingrenzung, dann wäre ein milderer Mittel ausreichend gewesen, die staatliche Regelung erscheint als in diesem Umfang nicht erforderlich. Dies verdeutlicht der französische Fall: Das Einschreiten der zuständigen Behörde war dort an keine Voraussetzungen gebunden und deshalb auch in Situationen möglich, in denen dies für die Aufrechterhaltung der Energieversorgung nicht notwendig war.⁷⁵ Daher hatte die Regelung vor dem Gerichtshof keinen Bestand.⁷⁶ Belgien (und auch Italien) haben demgegenüber reagiert und für die Ausübung ihrer Staatskontrollrechte neue Grenzen gesetzt.⁷⁷ Die behördliche Entscheidung kommt seither nur noch zur Verfolgung bestimmter Ziele in Betracht und darf nur aufgrund festgelegter objektiver Abwägungskriterien getroffen werden. Dekrete zählen zulässige Ziele und Kriterien jeweils abschließend auf. Für den Anleger werden damit die Situationen absehbar, in denen die Ausübung der Sonderkontrollrechte in Betracht kommt.⁷⁸ Größtmögliche Rechtssicherheit wird also zu einer Vorgabe des Europarechts und entfaltet schon jetzt nachdrücklich Wirkung auf die nationale Rechtsetzung. Eindrucksvoll bestätigt hat der EuGH das Gebot, Eingriffe spezifisch auszugestalten, kaum ein halbes Jahr später in seiner Entscheidung in Sachen *Überseering*, mit der er die *Centros*-Grundsätze fortentwickelte.⁷⁹ Wenn er es Deutschland untersagt, auf eine Gesellschaft, die nach niederländischem (Gründungs-)Recht noch immer als wirksam be-

75 EuGH *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 50 und 52.

76 EuGH *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 51 und 53.

77 Ausdrücklich auf das anhängige Vertragsverletzungsverfahren und die Europäischen Vorgaben verweist der Normgeber in Belgien: Erwägungsgrund Nr. 6, *Arrêté royal fixant les critères pour l'exercice des droit spéciaux attachés aux actions spécifiques instituées au profit de l'État auprès de la Société nationale de Transport par Canalisations et de Distrigaz* vom 5. Dezember 2000, Moniteur belge vom 20. Dezember 2000, S. 42347. Für Italien sind vergleichbare Vorschriften enthalten in Art. 1 *D.P.C.M. 11 febbraio 2000 (Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri: Definizione dei criteri di esercizio dei poteri speciali di cui all'art. 2 del decreto-legge 31 maggio 1994, n. 332, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 1994, n. 474, ai sensi dell'art. 66, comma 4, della legge 23 dicembre 1994, n. 448)*, G.U. Nr. 40 vom 18. Februar 2000, vgl. hierzu PAPA, in: Catelani/Labriola, *La Costituzione materiale. Percorsi culturali e attualità di un'idea*, 2001, S. 508, 515.

78 Diesem Erfordernis der Vorhersehbarkeit für den Anleger misst der EuGH erhebliche Bedeutung zu, so ganz deutlich in EuGH *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 50 a.E.

79 EuGH vom 5. November 2002 – Rs. 208/00 *Überseering*, RIW 2002, 945 = ZIP 2002, 2037 = NJW 2002, 3614.

stehende niederländische GmbH (Besloten Vennootschap) einzustufen ist, kraft Sitztheorie das deutsche zwingende Recht, hier zur Rechts- und Parteifähigkeit, anzuwenden, so doch aus ebendiesem Grund: Denn damit würde Deutschland eine Anwendung pauschal des gesamten deutschen Gesellschaftsrechts anordnen. Der EuGH will demgegenüber offenbar nur noch den Zugriff durch punktuell wirkende, wohl überlegte (Einzel-)Eingriffsnormen zulassen.

Dies gilt auch auf formeller Ebene, weil der Gerichtshof darüber hinaus hohe *Anforderungen an das Verfahren* stellt: Die belgische Regelung konnte auch deshalb bestehen, weil dort das behördliche Tätigwerden an strenge Fristen gebunden und weil eine förmliche Begründung vorgesehen ist.⁸⁰ Schließlich deutet der EuGH in Fortsetzung seiner Rechtsprechung zu Kapitaltransferbeschränkungen an, dass eine Widerspruchsregelung regelmäßig gegenüber einem Genehmigungserfordernis vorzuziehen ist.⁸¹ Diese These vom Vorrang der Widerspruchsregelung überzeugt auch hier, jedenfalls für die Kontrolle der Zusammensetzung des Aktionärskreises: Der potentielle Anleger wird durch das Risiko einer späteren Untersagung und Rückabwicklung des Anteilserwerbs weniger abgeschreckt als durch das zwingende Erfordernis, für diesen Erwerb im Vorhinein eine behördliche Genehmigung einzuholen. De facto bleibt den Wirtschaftssubjekten mehr Entscheidungsfreiheit, weil die Kontrolle vom Tätigwerden der Behörde abhängt. Weniger offensichtlich ist dagegen, dass dieses Argument auch für die staatliche Einflussnahme auf Grundlagen- oder Geschäftsführungsentscheidungen der Gesellschaft gilt. Die Argumentation mit der „Entscheidungsfreiheit des Unternehmens“ überrascht zunächst, geht es hier doch alleine um die Auswirkungen auf die Entscheidungen des Anlegers.⁸² Doch eine möglichst weitgehende Ent-

80 EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 28f, 49 und 51. In Frankreich bestehen aus verfassungsrechtlichen Gründen vergleichbare Anforderungen an das Verfahren, seitdem der Conseil Constitutionnel eine Begründungspflicht für die Ausübung des Vetorechts (zur Aktionärsstruktur) und weitere Voraussetzungen, etwa eine Entscheidung innerhalb eines „bref délai“, statuiert hatte, vgl. *Décision 89-254* vom 4. Juli 1989, JO vom 5. Juli 1989, S. 8671. Diese Anforderungen blieben hingegen mangels entsprechendem französischen Vorbringen unbeachtet, vgl. EuGH *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 30–33, 50 und 52. Kritisch zur unterschiedlichen Bewertung jetzt auch die Schlussanträge, aaO (Fn. 8), Rdn. 38–40.

81 EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 49; *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 52. Vgl. bisher EuGH *Bordessa u. a.*, aaO (Fn. 66), Rdn. 24–27; *Sanz de Lera u. a.*, aaO (Fn. 66), Rdn. 38; *Konle*, aaO (Fn. 64), Rdn. 45f; *Église de scientologie*, aaO (Fn. 66), Rdn. 19: anders nur, wenn eine grundsätzliche Erlaubnis mit Widerrufsvorbehalt nicht ausreicht, um die Wahrung der öffentlichen Sicherheit und Ordnung zu gewährleisten.

82 Vgl. EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 49.

scheidungsfreiheit der Gesellschaftsorgane dient auch dem Interesse des (Minderheits-)Aktionärs.⁸³ Ein vorheriges Genehmigungserfordernis für deren Entscheidungen ist indirekt auch für Anleger weniger attraktiv als ein Widerrufsvorbehalt.

Zweckbindung und Begründungspflicht sind notwendige Voraussetzung für eine *wirksame gerichtliche Kontrolle*. Erst sie ermöglichen überhaupt eine inhaltliche Überprüfung. Und umgekehrt: Fehlt es an der gerichtlichen Überprüfbarkeit, sind wiederum die anderen beiden Anforderungen „ohne Biss“. Denn dann kann nicht ausgeschlossen werden, dass die gewährte Kompetenz von den nationalen Behörden für Zwecke eingesetzt wird, bei denen der Zusammenhang mit dem angeführten Rechtfertigungsgrund fehlt. Eine gerichtlich überprüfbare behördliche Entscheidung ist deshalb immer das mildere Mittel gegenüber derjenigen, für die diese Kontrollmöglichkeit fehlt. Wieder geht es um Rechtssicherheit, hier freilich nicht mehr in Form der ex ante Vorhersehbarkeit behördlicher Entscheidungen, sondern unter dem Aspekt der nachträglichen Überprüfbarkeit.

b) Eine Dreistufentheorie der Erforderlichkeit?

Die Erforderlichkeitsebene ist von ausschlaggebender Bedeutung. Erst an dieser Stelle beurteilt der Gerichtshof die französischen und die belgischen Regelungen unterschiedlich, ausschlaggebend für den Gesamtausgang beider Verfahren.⁸⁴ Doch die Elemente, die auf dieser Ebene geprüft werden, sind zahlreich. Schon die Bewertung der Einzelelemente macht – auch dem EuGH – Schwierigkeiten. Anstelle der belgischen Widerrufsregelung hatte die Kommission als milderer Mittel „positive Maßnahmen wie die Aufstellung von Plänen“ vorgeschlagen, das Gericht hält demgegenüber diese Mittel schon nicht für geeignet und muss daher die Erforderlichkeit nicht vergleichend bewerten.⁸⁵ Noch schwieriger ist der zweite Schritt, die Frage nach der Wechselwirkung zwischen den Einzelkriterien auf der Erforderlichkeitsebene: Kann eine strengere Zweckbindung als Eingriffsvoraussetzung kompensierend wirken, wenn der Behörde mehr oder stärkere Eingriffsmittel an die Hand gegeben werden? Diese Frage wird für künftige Gestaltungen wichtig. Konkret geht es darum, ob eine Einflussmöglichkeit auf die Aktionärsstruktur als stärkerer, weil präventiv wirkender Eingriffsmechanismus dennoch potentiell erforderlich und damit gerechtfertigt sein kann, wenn hier

⁸³ Vgl. unten c).

⁸⁴ EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 48–53; *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 49–53.

⁸⁵ EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 53.

der Zweck andererseits an engere Voraussetzungen gebunden wird. Brisant ist dies, soweit die Kapitalverkehrsfreiheit auch im Verhältnis zu Drittstaaten gilt und damit Gestaltungen erfasst, die den Aktienerwerb von Investoren aus Drittstaaten beschränken. Belgien hatte eine Regelung, die aktionärsstrukturbezogene Eingriffe erlaubt hatte, offenbar noch rechtzeitig aufgehoben;⁸⁶ die französischen Regelungen scheiterten schon am Fehlen der Zweckbindung.⁸⁷ In den Urteilen blieb die Frage deshalb offen. Sie könnte durch eine Art Dreistufentheorie (oder auch Zweistufentheorie) beantwortet werden, wie sie ähnlich aus dem deutschen Verfassungsrecht bekannt ist.⁸⁸ Die Anforderungen an die Zweckbindung wären dann umso höher, je intensiver der Eingriff: einerseits die bloße Minderung der Attraktivität der Anlage durch Einflussnahme, andererseits das Versperren des Aktienerwerbs nach subjektiven oder objektiven Kriterien. Immerhin würde so eine Rechtfertigung auch für die Regeln, die schon am Aktionärskreis ansetzen, nicht a limine ausgeschlossen. Die Systematisierung des gerichtlichen Abwägungsvorganges, in welcher Form auch immer, ist jedenfalls unverzichtbar, sonst droht Rechtsunsicherheit, diesmal für den nationalen Regelgeber.

c) Der Vorrang des Unternehmensinteresses

Standhalten konnte dem Prüfungsprogramm nur die belgische Regelung. Für die dortigen Entscheidungsrechte bei Grundlagen- oder Geschäftsführungsfragen jedoch überrascht das dargestellte strenge Rechtfertigungskonzept, mit dem der Gerichtshof für eigentlich unternehmensinterne Entscheidungsprozesse verwaltungsrechtliche Züge vorgibt. Dies ist dem Gesellschaftsrecht an sich fremd, weil Schnelligkeit und Verbindlichkeit der Entscheidungsfindung ökonomisch vorteilhaft sind.⁸⁹ Die Unterschiede zum begrenzten Beurteilungs- und Handlungsspielraum der öffentlichen Verwaltung sind erheblich.⁹⁰ Dessen Begrenzung ergibt sich schon aus der Bindung an Recht

86 EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 14 a.E. und Schlussantrag, aaO (Fn. 56), dort Fn. 12 zu Rdn. 13.

87 EuGH *Kommission/Frankreich* (Fn. 1), Rdn. 50 und 52.

88 Prominent hierzu das *Apotheken-Urteil*, BVerfGE 7, 377.

89 Vgl. nur EASTERBROOK/FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1996, S. 98–100.

90 Zum Folgenden vgl. M. ROTH, *Unternehmerisches Ermessen und Haftung des Vorstands*, 2001, S. 13 f; MUTTER, *Unternehmerische Entscheidungen und Haftung des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft*, 1994, S. 237–241; JÄGER, *WiB* 1997, 10, 13; RAISSER, *NJW* 1996, 552, 553; abweichend HOERDEMANN, *Zur Bedeutung der verwaltungsrechtlichen Ermessenslehre für die richterliche Kontrolle von Beschlüssen des Aufsichtsrats der Aktiengesellschaft*, 1999, insbesondere S. 91–111 und S. 190–199.

und Gesetz, die in Art. 20 Abs. 3 GG verfassungsrechtlich verankert ist, und hängt eng zusammen mit dem hoheitlichen Subordinationsprinzip, das Eingriffe zwar ermöglicht, aber zugleich eine hohe Kontrolldichte bedingt. Hinzu kommt der Gegensatz zwischen ausführender Verwaltungstätigkeit und rentabilitätsorientierter Leitungsverpflichtung der Gesellschaftsorgane. Zugespitzt stellt sich die Frage, wie ein verwaltungsrechtlich gestalteter Entscheidungsvorgang zur aktienrechtlichen Unternehmensverfassung passt.

Entscheidend ist wohl, dass die Entscheidung über den behördlichen Widerruf oder die Genehmigung gerade keine kaufmännisch motivierte ist. Sie zielt nicht auf das Unternehmensinteresse, sondern ist etwa der Aufrechterhaltung der nationalen Energieversorgung verpflichtet. Dies erinnert an die (deutsche) Diskussion, ob bei Beteiligung der öffentlichen Hand die Verpflichtung der Gesellschaftsorgane auf das Unternehmensinteresse von der Gemeinwohlbindung überlagert werden kann und soll.⁹¹ Gesellschaftsrechtler bestreiten dies mit dem Argument, dass das Ziel der Gewinnmaximierung auch dem Schutz der Minderheit dient.⁹² Bei Entscheidungen, die durch einen öffentlichen Zweck motiviert sind, versagen denn auch Kontrollmechanismen, die sonst für unternehmensinterne Entscheidungen greifen, bei börsennotierten Gesellschaften auch der Markt für Unternehmenskontrolle.

Das Urteil des Europäischen Gerichtshofs greift diese Argumentation zweifach auf: Erstens darf das beschriebene behördliche Entscheidungsrecht wegen des Erforderlichkeitskriteriums nur für möglichst wenige, genau abgegrenzte Fragen eingreifen. Die vom öffentlichen Zweck getragene Entscheidung muss in privaten Unternehmen die Ausnahme darstellen. Grundsatz bleibt die erwerbswirtschaftliche Zielsetzung; denn jede Abweichung macht den Anteilserwerb weniger attraktiv und behindert potentiell den Kapitalverkehr. Zweitens: Für die anderen Entscheidungen, für die ein Abweichen von dem Grundsatz aus Gründen der öffentlichen Sicherheit unerlässlich ist, wird ein alternativer verwaltungsrechtlicher Kontrollmechanismus eingeführt. Ansonsten werden solche Gestaltungen im Gesellschaftsrecht zwar abgelehnt: Wenn Entscheidungsprozesse faktisch verlängert werden, erhöhen sich Transaktionskosten, weil die Entscheidungsträger dann stärker zur Risikoaversion neigen und Geschäftschancen nicht genutzt zu

91 Aus öffentlich-rechtlicher Sicht VON DANWITZ, AöR 120 (1995), S. 595, 611–614; SCHMIDT-ASSMANN, AöR 116 (1991), 329, 385–387; STORR, aaO (Fn. 2), S. 119–130; ZEICHNER, AG 1985, 61, 68–70; gesellschaftsrechtlich WÜRDINGER, DB 1976, 613, 615 f; LUTTER/GRUNEWALD WM 1984, 385, 394–396; SCHWINTOWSKI, NJW 1995, 1316, 1318 f; SCHÖN, ZGR 1996, 429, 435–445; HABERSACK, ZGR 1996, 544, 551–556.

92 So HABERSACK, ZGR 1996, 544, 552. Anders ist dies bei ausdrücklich gemeinwohl-orientiertem Satzungszweck, dazu ausführlich SCHÖN, ZGR 1996, 436–442.

werden drohen.⁹³ Eine an Risikoeinstellung und Ertragsaussichten orientierte Argumentation geht jedoch dann ins Leere, wenn die Entscheidungen, wie hier, nicht mit dem Ziel der Gewinnmaximierung getroffen werden. Diese Zielsetzung ist eben auch Instrument zum Schutz der übrigen Gesellschafter; wenn es versagt, ist es in der Tat erforderlich, diesen Schutz anderweitig zu gewährleisten. Die Angleichung des Entscheidungsprozesses an das Verwaltungsverfahren und die Überprüfbarkeit der Entscheidung scheint deshalb auch unter Effizienzkriterien gerechtfertigt. Der Europäische Gerichtshof schafft zwar Inseln des Verwaltungsrechts, wo dies unvermeidbar ist. Er bestätigt damit aber eindrucksvoll den grundsätzlichen Vorrang aktienrechtlicher Strukturprinzipien in der börsennotierten Gesellschaft.

4. Integrations- und wirtschaftspolitische Bewertung

Fasst man die wichtigsten Aspekte zusammen und bewertet sie wirtschaftspolitisch, so ergibt sich: Auf einer ersten Ebene wurde festgestellt, dass nach den EuGH-Entscheidungen nationale Normen zu Staatskontrollrechten nur mit spezifischen Bedürfnissen der öffentlichen Sicherheit – hier die Sicherung von Grundbedürfnissen einer modernen Gesellschaft im Technikzeitalter – gerechtfertigt werden können. Nicht ausreichend sind allgemeine wirtschaftliche Interessen, sie stellen auch nicht allgemeiner so genannte zwingende Gründe des Allgemeininteresses dar. Insbesondere wenn man die Ausstrahlungswirkung allgemein auf alle potentiell attraktivitätsmindernden nationalen Normen hinzunimmt, muss diese Aussage präzisiert werden. Spezifische wirtschaftliche Interessen, d. h. der Schutz spezifischer Gruppen und deren Interessen, müssen grundsätzlich durchaus als zwingende Gründe des Allgemeininteresses qualifiziert werden können. Andernfalls hätte die EuGH-Rechtsprechung allein deregulierende Wirkung: Regulierung auf nationaler Ebene wäre, jedenfalls wenn sie manchen Anleger auch abhält, unzulässig, obwohl sie, jedenfalls solange solche auf Gemeinschaftsebene fehlt, unabdingbar sein kann.⁹⁴ Die EuGH-Rechtsprechung sollte europarechtsdogmatisch und muss von der wirtschaftspolitischen Bewertung her allein dahin

⁹³ Vgl. nur M. ROTH, aaO (Fn. 90), S. 17.

⁹⁴ Die grundsätzliche Notwendigkeit von Regulierung in klar umrissenen Situationen – zumindest Marktversagen – ist spätestens seit Mitte des letzten Jahrhunderts kaum mehr bestritten: Grundlegend EUCKEN, Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 6. Aufl., 1990 (Erstauflage 1952), besonders 15. bis 17. Kapitel (S. 241–304); heute etwa: VAN-BERG, ORDO Bd. 48, 1997, 707–726; CASSEL, in: Cassel/Ramb/Thieme, Ordnungspolitik, 1988, S. 313–333, sowie die Beiträge in LEIPOLD/PIES, Ordnungstheorie und Ordnungspolitik, 2000.

verstanden werden, dass (nur) der pauschale Hinweis des nationalen Gesetzgebers auf wirtschaftliche Interessen nicht ausreicht. Zielgenauigkeit im Eingriff ist in der Tat ein Postulat des EG-Verfassungsrechts, das zuvörderst die Freiheit der Privatinitiative in einer marktwirtschaftlichen Ordnung verbürgen will.⁹⁵

Schwieriger ist die Bewertung auf der zweiten Ebene, bei der konkreten Ausgestaltung. Hier bildet der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz den Dreh- und Angelpunkt. Die Hauptfrage geht dahin, wie weit die Entscheidungsmacht nationaler Gesetzgeber reichen sollte, wie weit die Entscheidungsmacht auf zentraler Ebene durch den EuGH. Einerseits verwirft der EuGH implizit das Argument der Kommission, der nationale Gesetzgeber müsse nachweisen, dass keine andere Gestaltung weniger eingriffsintensiv sei. Vielmehr muss dem nationalen Gesetzgeber nachgewiesen werden, dass solch' eine weniger eingriffsintensive Lösung möglich war und außerdem zumindest gleich effizienten Schutz verbürgt. Dies belastet die Gegenseite auch nicht übermäßig, da insbesondere der Blick auf andere weniger eingriffsintensive nationale Lösungen stets ein reiches Argumentationsarsenal eröffnet. Liest man die EuGH-Entscheidungen in diesem Sinne, sollte man für die wirtschaftspolitischen Entscheidungen des nationalen Gesetzgebers einen Ermessensspielraum befürworten. In der Tat spricht gerade bei kontrovers diskutierten Fragen – wie der, inwieweit alle Übernahmen gefördert oder manche eher ausgefiltert werden sollten, oder inwieweit etwa privatautonom differenzierende Ausgestaltungen möglich sein sollten – vieles für die Aufrechterhaltung dezentraler Entscheidungsmacht. Es wird eine breitere Lösungspalette zu der kontroversen Frage getestet (Entschärfung des Wissensproblems).⁹⁶ In einem Punkt können die Entscheidungen freilich auch anders gelesen werden: Räumen nationale Normen Einflussmacht auf die Gestaltung der Aktionärsstruktur ein, so scheint nach dem EuGH die Überprüfung besonders strikt, eventuell sogar eine Rechtfertigung gänzlich ausgeschlossen. Einzuwenden ist jedoch, dass ein Vetorecht in einzelnen Sachfragen nicht unbedingt den gleichen Schutz verbürgen muss wie – prophylaktisch – die Möglichkeit, Einflussmacht nur Personen zukommen zu lassen, die dem jeweiligen Ziel grundsätzlich positiv gegenüber stehen. Ob Art. 57 EG-Vertrag allein dazu ausreicht, diesem Bedürfnis etwa im Verhältnis zu Drittstaaten zum Durchbruch zu verhelfen, ob auf dieser Grundlage etwa eine Mehrheit aus OPEC-Staaten in den ehemals nationalen Energieversorgungsunternehmen verhindert werden kann, ist fraglich. Dies spricht dafür, dass zwar das Gewicht der Rechtfertigungsgründe mit der Intensität des Eingriffs steigen sollte, eine

95 Vgl. nur zuletzt, besonders plastisch und prägnant, BEHRENS, JBl. 2000, 341, 341 f.

96 Vgl. Nachw. oben Fn. 43.

Rechtfertigung jedoch auch auf der eingriffsintensivsten Stufe grundsätzlich möglich sein muss. Denn teils kann auch sehr eingriffsintensive Regulierung notwendig sein. Sowohl bei der Frage nach dem Vorliegen einer eingriffs-extensiveren Lösung als auch bei der nach gleicher Geeignetheit sollte dem nationalen Recht zumindest ein Ermessensspielraum verbleiben.

IV. Potentiell gesamtes Aktienrecht auf dem Prüfstand?

Die Golden Shares-Entscheidungen haben weitestreichende Bedeutung. Es erscheint nicht unwahrscheinlich, dass sie für die Kapitalverkehrsfreiheit des Anlegers, auch des unternehmerisch investierenden oder des beherrschenden Einfluss suchenden Gesellschafters, eine vergleichbare Bedeutung erlangen wie die Centros-Entscheidung von 1999 und jüngst die Überseering-Entscheidung von 2002⁹⁷ für die Niederlassungsfreiheit der Gesellschaften. Zu recht sprach auch die Tagespresse von „Meilenstein“⁹⁸ bzw. „Landmark Decision“.⁹⁹ Diese Einschätzung beruht zunächst auf der Bedeutung von Privatisierungen in vielen Mitgliedstaaten, tendenziell nicht einmal so sehr in Deutschland. Das war vorrangiger Gegenstand der bisherigen Ausführungen. Diese Einschätzung beruht jedoch in sicherlich nicht geringerem Maße auch darauf, dass die Auswirkungen auf sonstige Teile des Gesellschaftsrechts erheblich sein mögen. Dies wird den Entscheidungen einen dauerhaften Platz in der zukünftigen Diskussion des Europäischen Gesellschafts- und Aktienrechts sichern. Sicherlich gilt das für alle Regeln, die Verwaltungs- oder sonstige Einflussrechte rechtlich oder auch nur de facto eng umreißen. Gleiches dürfte sogar auch für Vermögensrechte gelten, da sie ebenfalls die Attraktivität des Investments beeinflussen.

Die weitreichende Ausstrahlwirkung soll im Folgenden an drei besonders wichtigen Beispielen andiskutiert werden: Mehrfach- und Höchststimmrechte¹⁰⁰, Übernahmeabwehrmaßnahmen¹⁰¹ und aktienrechtliche Satzungsstrenge¹⁰². Ausgespart bleiben demgegenüber zwei zentrale Eigenheiten der Corporate Governance gerade in Deutschland: Die deutsche Mitbestimmung wird nach unserer Überzeugung jedenfalls auf der Rechtfertigungsebene

97 EuGH vom 9. März 1999 – Rs. C-212/97 *Centros*, Slg. 1999, I-1459, 1495 = NJW 1999, 2027 = EuZW 1999, 216. Zitat zu *Überseering* vgl. Fn. 79

98 Handelsblatt vom 4. Juni 2002, S. 11.

99 Financial Times vom 5. Juni 2002.

100 Unter 1.

101 Unter 2.

102 Unter 3.

gestützt werden, nicht zuletzt deswegen, weil ökonomische Theorie¹⁰³ und jüngste Europäische Gesetzgebungsentwicklung¹⁰⁴ alles andere als nur ablehnend erscheinen. Und auch das Universalbankensystem als ein Eckpfeiler der so genannten Macht der deutschen Banken wird wohl nicht im Grundsatz hinterfragt, sondern allenfalls in einzelnen Normen. Und unter diesen wurde mit § 135 AktG zum Depotstimmrecht ohnehin eine zentrale bereits in die Richtung geändert, in die die EuGH-Entscheidungen am ehesten führen könnten (vgl. Abs. 1 Satz 3), zumal wenn nunmehr das Verwaltungsstimmrecht nach § 134 Abs. 3 Satz 3 AktG hinzugedacht wird.

1. Höchststimmrechte, one share one vote

a) Nationale Regeln und Behinderungstendenz

Die erste Konstellation ist die der Mehrfach- und vor allem der Höchststimmrechte (Entfall des Stimmrechts ab einer bestimmten Schwelle). Höchststimmrechte ordnet in Deutschland nur das VW-Gesetz an¹⁰⁵. Anders als zu den ebenfalls angeordneten Entsenderechten (vergleichbar denen in Belgien) hatte der EuGH zu ihnen noch nicht zu entscheiden. Ansonsten sind Höchststimmrechte in Deutschland nicht mehr zulässig in börsennotierten Gesellschaften.¹⁰⁶ Auch umgekehrt sind Mehrstimmrechte (erhöhter Stimmwert) seit dem KonTraG nicht mehr zulässig (§ 12 Abs. 2).¹⁰⁷ Der

103 Argumentiert wird, dass Mitbestimmung den Unternehmenswert heben kann, weil die Verpflichtung, die das Unternehmen gegenüber der Arbeitnehmerschaft übernimmt, glaubwürdiger erscheint. Diese kann dadurch ermutigt werden, eher in firmenspezifisches Humankapital zu investieren – ein wichtiger Vorteil jedenfalls in Bereichen mit komplexen, firmenspezifischen Produktionsprozessen. Vgl. BLAIR, *Firm-specific human capital and the theory of the firm*, 1996, S. 45 f.; SCHMIDT/GROHS, in: Grundmann, *Systembildung und Systemlücken in Kerngebieten des Europäischen Privatrechts – Gesellschaftsrecht, Arbeitsrecht, Schuldvertragsrecht*, 2000, S. 145, 164 f.; auch HOPF, ZGR 2000, 779, 801 f.

104 Vgl. nur Richtlinie 2001/86/EG vom 8. Oktober 2001 des Europäischen Parlamentes und des Rates zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, ABl. EG 2001 L 294/22.

105 Oben bei Fn. 26.

106 § 134 Abs. 1 Satz 2 AktG. Allerdings ist eine Ausgleichspflicht vorgesehen. Zu all dem HÜFFER, *Komm. z. AktG*, 5. Aufl., 2002, § 12 Rdn. 11–14 und § 134 Rdn. 3. Immerhin gestattet § 101 Abs. 2 Satz 1 AktG auch im allgemeinen Gesellschaftsrecht (parallel zur gesetzlichen Anordnung in §§ 2, 3 Abs. 5 VW-Gesetz) Satzungsregeln, die einer Aktie Entsenderechte für den Aufsichtsrat einräumen.

107 Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich vom 6. März 1998, BGBl. I/1998, S. 786; dazu BT-Drucks. 1397/12, S. 12 (Hinweis auf entsprechende Regel im Vorschlag für eine 5. EG-Richtlinie – so genannte Struktur-Richtlinie).

Grundsatz „one share one vote“ wird also weitgehend durchgesetzt, mit Ausnahme der Vorzugsaktien und eigenen Aktien (vorgegeben durch die 2. Richtlinie). Bisher waren Höchst- und Mehrfachstimmrechte als ein wichtiges Verteidigungsmittel gegen Übernahmen angesehen worden.¹⁰⁸ In Frankreich gilt ebenfalls der Grundsatz „one share one vote“ (wiederum mit Ausnahmen bei Vorzugsaktien und eigenen Aktien), die Satzung kann aber weitergehend Höchst- und Doppelstimmrechte zulassen, Letzteres als Treueprämie ab zwei Jahren Inhaberschaft, was auch nicht unüblich ist.¹⁰⁹ In Großbritannien ist auch die Stimmrechtsausübung nicht speziell gesetzlich geregelt, sondern in der Satzung (Musterregelung in Table A des Anhangs zum Companies Act).¹¹⁰ Zugelassen werden können neben Vorzugsaktien auch Höchst- und vor allem Mehrfachstimmrechte.¹¹¹ Sehr weitgehend ausgeprägt ist – wie auch in anderen Fragen, etwa der ungewöhnlich weitreichend möglichen Stimmbindung – das Verständnis der Aktie als eines unbeschränkten Eigentumsrechts.

*b) Beurteilung zwingender Höchststimmrechtsregeln
unter grundfreiheitlichen Gesichtspunkten*

Höchststimmrechtsregeln finden sich in Deutschland nur im VW-Gesetz, dort eingeführt durch den Gesetzgeber. Da die Beschränkung allgemein wirkt, begünstigt sie formal nicht einmal (nur) die hohe Hand – wie sie freilich intendiert war. In der Tat liegt hierin aus grundfreiheitendogmatischer Perspektive auch gerade nicht das zentrale Differenzierungskriterium, son-

108 Vgl. nur WINTER et al., Report of the High Level Group of Experts on Issues Related to Takeover Bids, 2002, S. 21–36 (deutsches Mitglied Professor Dr. Dr. Dr. h.c. mult. Klaus J. Hopt) sowie Regierungsbegründung zum KonTraG, BT-Drucks. 13/9712, S. 20.

109 Vgl. für den Grundsatz Art. L 225–122, für die Ausnahmen und deren Voraussetzungen Art. L 225–123 des so genannten „Nouveau Code de Commerce“, *Code de Commerce (Loi, L), Annexe à l'ordonnance no. 2000–912 du 18 septembre 2000, Livre II, Des Sociétés et des Groupements d'intérêt économique*; JO Nr. 219 vom 21. September 2000. Ausführlich zu diesen Regelungen, deren Inhalt von der Konsolidierung des französischen Gesellschaftsrechts unberührt blieb: COZIAN/VIANDIER/DEBOISSY, *Droit des Sociétés*, 14. Aufl., 2001, Rdn. 830–832; GUYON, *Droit des Affaires*, tome 1: *Droit commercial général et Sociétés*, 11. Aufl., 2001, Rdn. 307. Zu weiteren Ländern vgl. DE BEAUFORT, *Les OPA en Europe*, 2001, S. 171 (Dänemark), S. 239 (Finnland) und S. 591 (Schweden).

110 DAVIES, *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6. Aufl., 1997, S. 564.

111 Table A Art. 2; DAVIES, aaO (Fn. 110), S. 313–315; FARRAR/HANNIGAN, aaO (Fn. 17), S. 226f, 230; PENNINGTON, *Pennington's Company Law*, 8. Aufl., 2001, S. 781.

dern vielmehr in der Frage, ob der Gesetzgeber die Höchststimmrechtsregel selbst (zwingend) eingeführt hat oder ob er nur die Möglichkeit zu einer satzungsautonomen Einführung gab. Denn der Privatrechtsgesetzgeber ist nach dem Gesagten unstreitig, zumindest wenn er eine zwingende Vorgabe macht, gleichermaßen unbeschränkt an die Grundfreiheiten gebunden. Es stellt sich dann nicht mehr die Frage nach der möglicherweise beschränkenden Wirkung von Grundfreiheiten auch im Privatrechtsverkehr. Jedenfalls für den in Deutschland wichtigsten Fall, Volkswagen, kann nicht argumentiert werden, die Höchststimmrechte seien privatautonom eingeführt worden. Die Regelung sollte wohl sogar bewusst unternehmerisch investierende potentielle Großaktionäre abschrecken,¹¹² jedenfalls hat sie diesen Effekt. Auf der Behinderungsebene besteht kein maßgeblicher Unterschied zu den Golden Shares Gestaltungen. Die Höchststimmrechte im VW-Gesetz werden, wenn der EuGH die Bewertungsgrundsätze beibehält, als *Behinderung* eingestuft werden.

Anderes ist erst auf der *Rechtfertigungsebene* zu erwägen. Höchststimmrechtsregeln treffen, jedenfalls formal, alle Aktionäre gleich. Es fehlt an der Bevorzugung einer – der Goldenen – Aktie.¹¹³ Als zwingender Grund des Allgemeininteresses, den es zu fördern gilt, mag erwogen werden, dass es Höchststimmrechte Gesellschaften bis zum Erreichen einer sehr hohen Schwelle ermöglichen, (formal) frei von beherrschendem Einfluss zu bleiben. Ist etwa das Stimmrecht auf 20 % beschränkt, wie im VW-Gesetz, so ist beherrschender Einfluss formal erst mit 80 % plus einer Aktie erreicht. Denkbar ist daher das Argument, dass durch Höchststimmrechtsregeln der Vorteil aktiver Großaktionäre mit dem eines Fehlens völliger Beherrschung kombiniert werden kann. Allerdings ist zweifelhaft, ob dieses Interesse (etwa vom EuGH) als hoch genug eingestuft würde, um den weitgehenden Wegfall einer Übernahmemöglichkeit und der (auch faktischen) Freiheit der Aktionäre, über die Aktionärsstruktur zu entscheiden, zu kompensieren.

112 ROTH, ZRP 1974, 204, 205; MEILICKE, DB 1971, 1145. Zur praktischen Unüberwindbarkeit der Gestaltung für potentielle Übernahmeinteressenten (weder Macht zu Satzungsänderungen kann aufgebaut werden noch Macht zu Geschäftsführungsmaßnahmen, die den Arbeitsstandort Deutschland modifizieren): KRAUSE, NJW 2002, 2747, 2748–2750.

113 Anders allerdings ursprünglich bei VW: bis 1970 waren die Aktien von Bund und Land Niedersachsen vom (damals noch erheblich restriktiveren) Höchststimmrecht ausgenommen, vgl. BAUMS, AG 1990, 221, 241. Die Regelung war also noch deutlich „goldener“ als heute.

c) *Beurteilung satzungsautonom eingeführter Höchststimmrechtsregeln unter grundfreiheitlichen Gesichtspunkten*

Für die genannten Mitgliedstaaten – und allgemein europarechtlich – noch wichtiger ist die Frage, ob eine Behinderungswirkung auch anzunehmen ist, wenn die Höchst- oder auch Mehrfachstimmrechte satzungsautonom eingeführt wurden. Die Fragen stellen sich hier nun primär auf der Behinderungsebene. Hier gilt es die Spannung zwischen den Entscheidungen des EuGH in Sachen *Alsthom Atlantique*¹¹⁴ und *Golden Shares* aufzulösen. Die Möglichkeit, die eigenen Rechtsverhältnisse privatautonom zu gestalten, wurde in der erstgenannten Entscheidung als Grund dafür gesehen, von einer Überprüfung auf der Grundlage der Grundfreiheiten abzusehen. Denn die Grundfreiheiten haben gerade die Zielsetzung, Privatautonomie zu stärken, nämlich sie über die Grenze zu erstrecken.¹¹⁵ In der zweitgenannten Entscheidung wurde demgegenüber die Möglichkeit, von einem Investment in den fraglichen Anteilen abzusehen, als unerheblich eingestuft und nicht einmal diskutiert. Eine Ausnahme von der Grundfreiheitenprüfung scheint also jedenfalls dann nicht in Erwägung gezogen zu werden, wenn nicht auch die Hinzukommenden (zumindest potentiell) innergesellschaftlich privatautonome Gestaltungsmöglichkeiten in der Frage haben. Offenbar ist es ein wesentlicher Aspekt, ob die privatautonome Gestaltungsmöglichkeit für diejenigen, in deren Hand von der gesetzgeberischen Wertung her die Entscheidung liegen soll, eine lediglich formale ist. Höchst- und Mehrfachstimmrechte werden häufig einseitig von den Gründern bzw. bei der Kapitalmarkteinführung (going public) eingeführt. Die Aktionärsdemokratie hat dann auf die Gestaltung nur formal einen Einfluss. Es erscheint eher unwahrscheinlich, dass der EuGH dem Gegenargument entscheidendes Gewicht beimisst, es verblieben doch für die Aktionäre und Anleger durchaus zentrale Entscheidungsmöglichkeiten in Form von Kauf- und Verkaufsentscheidungen (exit) und man solle es hier dem Markt überlassen, solche Gestaltungen zu bestrafen. Jedenfalls in den *Golden Shares*-Entscheidungen wurde dieses Argument nicht einmal in Erwägung gezogen.

Die Überlegung wäre dann, dass der nationale Gesetzgeber, der die Möglichkeit eröffnet, dass Parteien sich auf einen Mechanismus einigen, der letztlich marktabschottend wirkt, selbst faktisch solch' eine Abschottung bewirkt. Mit anderen Worten: Fraglich ist, ob nicht auch die Möglichkeit, privatautonom in der Satzung bestimmte Abwehrmechanismen einzuführen, für

114 EuGH *Alsthom Atlantique*, aaO (Fn. 41).

115 Ausführlich MÜLLER-GRAFF, in: Grundmann/Kerber/Weatherill, Party Autonomy and the Role of Information in the Internal Market, 2001, S. 133.

das Management die Chance schafft, entgegen den Interessen der Anleger (und nicht wirklich mit privatautonomer Zustimmung) entsprechende Instrumente bei der fraglichen Gesellschaft einzuführen. Bekanntlich wird in dieser Frage teils davon ausgegangen, der Wettbewerb um Kapitalanleger Sorge schon dafür, dass sich ineffiziente, marktabschottende Satzungsregeln eben nicht durchsetzen. Andere sehen den Markt für Satzungsgestaltungen („Corporate Charters“) als weniger effizient und erkennen Potential für Marktversagen.¹¹⁶

Hier nun liegt wertungsmäßig der Kern des Problems: Soll für die Beantwortung der (kontrovers diskutierten) Frage, ob Marktversagen vorliegt und reguliert werden muss, allein der nationale Gesetzgeber (oder auch der Europäische Gesetzgeber) zuständig sein, oder soll der EuGH sie auf der Grundlage der Grundfreiheiten beantworten können? Die Grundfreiheiten wirken dann nicht wie üblich – nämlich deregulierend –, sondern von der Funktion her gerade umgekehrt, nämlich regulierend. In dieser Frage scheint freilich der EuGH – vor allem in der Entscheidung in Sachen *Angonese*¹¹⁷ – für sich eine Kompetenz jedenfalls in den Fällen durchaus zu beanspruchen, in denen Marktversagen zugleich zu Marktabschottung an den Grenzen oder nach dem Kriterium der Staatsangehörigkeit führt.

2. Markt für Unternehmenskontrolle

a) Nationale Regeln und Behinderungstendenz

In den Entscheidungen ging es zentral, wenn auch nicht ausschließlich, um Instrumente zur Verhinderung von ausländischem Kontrollerwerb in inländischen Gesellschaften. In der Diskussion präsent ist dieses Thema jedoch nicht einmal so sehr für die Staatskontrollrechte. Viel heftiger wird im Übernahmerecht erörtert, ob der Verwaltung der Aktiengesellschaft vergleichbare Instrumente in die Hand gegeben werden sollten. Hier handelt es sich um den rechtspolitisch derzeit vielleicht umstrittensten Teil des deutschen und vor allem des Europäischen Gesellschaftsrechts. Die Kommission will auch in ihrem jüngsten Vorschlag für eine 13. Richtlinie die Mitgliedstaaten verpflichten, dafür zu sorgen, dass das Leitungsorgan der Zielgesellschaft von

116 Vgl. zu diesem Komplex nur BEHRENS, FS Drobniig, 1998, S. 491, 497–503; PRO-CACCIA, ZGR 1990, 169, 171–190; BEBCHUK, 102 Harv. L. Rev. 1820 (1989) und jüngst DERS., Asymmetric Information and Corporate Governance, Working Paper, 2002, abrufbar unter <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/>.

117 EuGH vom 6. Juni 2000 – Rs. C-281/98 *Angonese*, Slg. 2000, I-4139, 4171–4175 (Rdn. 29–46).

solchen Abwehrmaßnahmen gegen feindliche Übernahmeangebote absieht, denen die Hauptversammlung nicht vorab zugestimmt hat.¹¹⁸ Ganz anders, jedenfalls im Ergebnis, die Regelung des deutschen Gesetzgebers:¹¹⁹ Nach § 33 Abs 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG kann der Vorstand mit bloßer Zustimmung des Aufsichtsrates solche Maßnahmen ergreifen.¹²⁰ Die Entstehungsgeschichte zeigt, dass der Gesetzgeber bewusst Abwehrmittel gerade gegen ausländische Bieter, auch solche aus anderen EU-Staaten, an die Hand geben wollte: Der Vorgängerentwurf einer Übernahmerichtlinie war im Europäischen Parlament auf massiven Druck Deutschlands hin gescheitert, weil man fürchtete, das geplante Vereitelungsverbot würde mangels „level playing field“ besonders deutsche Gesellschaften zu schutzlosen Übernahmezielen anderer europäischer Unternehmen machen.¹²¹ Demgegenüber lag die englische Lösung weitgehend dem Richtlinienvorschlag zugrunde und ist solchermassen hinlänglich bekannt.¹²² Ähnlich orientieren sich etwa die italienischen, spanischen und österreichischen Regelungen eng am Richtlinienvorschlag.¹²³ In Frankreich sind Abwehrmaßnahmen, die Gesellschaftsinteresse

118 Vgl. Art. 9 des Vorschlags für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend Übernahmeangebote, vorgelegt am 2. Oktober 2002, KOM (2002) 534 endg.

119 Dies entgegen dem Grundgedanken in § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG und deshalb durchaus weniger weitreichend als befürchtet, vgl. HOPT, ZHR 166 (2002), 383, 425–428. Die übrigen Ausnahmen (Ermächtigung durch die Hauptversammlung, Suche nach konkurrierendem Angebot und Handlungen, die auch ein Geschäftsleiter einer nicht übernahmebedrohten Gesellschaft vorgenommen hätte) sind praktisch wohl weniger bedeutend als die genannte, die erst im letzten Stadium des Gesetzgebungsverfahrens eingefügt wurde, vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 14/7477, S. 25 f, 53. Zu alledem vgl. RÖH, in: Haarmann/Riehmer/Schüppen, Öffentliche Übernahmeangebote, 2002, § 33 Rdn. 26 und 36–39; SCHWENNICK, in: Geibel/Süßmann, Komm. z. WpÜG, 2002, § 33 Rdn. 4; STEINMEYER/HÄGER, Komm. z. WpÜG, 2002, § 33 Rdn. 3 f.

120 Hierzu etwa WINTER/HARBARTH, ZIP 2002, 1, 8–12 und ZSCHOCKE, DB 2002, 79, 82–84.

121 Vgl. nur HOMMELHOFF/WITT, RIW 2001, 561, 565–567; LAND, DB 2001, 1707 f. Dem Bedürfnis nach einem level-playing-field galt deshalb ganz wesentlich das Augenmerk der High Level Group of Experts, die kurz nach dem Scheitern der Übernahmerichtlinie von der Kommission eingesetzt wurde, hierzu Fn. 108. Zur Sorge vor Kontrolle durch ausländische Investoren früh schon LUTTER/SCHNEIDER, ZGR 1975, 182–211.

122 Vgl. FARRAR/HANNIGAN, aaO (Fn. 17), 598–603; HOPT, FS Lutter, 2000, S. 1361, 1368–1370; ZINSE, RIW 2001, 481, 485 f.

123 Rechtsvergleichende Überblicke bei MERKT, ZHR 165 (2001), 224, 232 f; SCHWENNICK, aaO (Fn. 119), § 33 WpÜG Rdn. 7; ZINSE, RIW 1999, 845–850 und HOPT, FS Lutter, S. 1361, 1372–1374. Für Italien: DIEMER/HASSELBACH, NZG 2000, 824, 828 f; für Spanien: ROJO, AG 1994, 16, 20–23; für Österreich: KALSS, NZG 1999, 419, 427; ZWISSLER, AG 1999, 411, 412 f.

und Gleichbehandlungsgrundsatz wahren, zwar weitgehend zulässig, allerdings müssen sie der Börsenaufsichtsbehörde gemeldet und veröffentlicht werden, wenn sie über die laufende Geschäftsführung hinausgehen.¹²⁴

b) Beurteilung unentziehbarer Abwehrbefugnisse des Leitungsorgans unter grundfreiheitlichen Gesichtspunkten

Zielte der deutsche Gesetzgeber geradezu darauf ab, ausländische Übernahmen zu unterbinden, so verwundert es, dass er sich frei von europäischen Vorgaben glaubte.¹²⁵ Denn dass die Regelung einer Grundfreiheitenprüfung unterliegt, liegt nach dem Gesagten nahe und kann jedenfalls dann kaum ernsthaft bezweifelt werden, wenn man deren zwingenden Charakter unterstellt (dazu sogleich noch).¹²⁶ Es stellt sich deshalb die Frage nach der einschlägigen Grundfreiheit. Für den reinen Anleger machen Abwehrkompetenzen der Verwaltungsorgane den Aktienerwerb zwar nicht kategorisch weniger attraktiv, bei tatsächlich beobachtbaren Abwehrkämpfen kommt es teils sogar zu enormen Kurssteigerungen.¹²⁷ Jedenfalls, wenn man die Suche nach konkurrierenden Übernahmeangeboten ausnimmt und wenn auf Grund einer Pflichtangebotsregelung eine Ausstiegsmöglichkeit besteht, scheint ein Abschreckungspotential aber zumindest plausibel. Nach dem Gesagten werden jedoch andererseits auch unternehmerische Investoren von der Kapitalverkehrsfreiheit geschützt; für sie ist eine Abschreckungswirkung offensichtlich und war sogar Ziel der Einführung der Abwehrbefugnis, soweit jene als Bieter einen Kontrollerwerb beabsichtigen. Damit geht es jedenfalls um die Kapitalverkehrsfreiheit, daneben aber auch um die Niederlassungsfreiheit. Der Gerichtshof hat nämlich für aktionärsstrukturbezogene Regelungen eine Beschränkung auch der Niederlassungsfreiheit, wenngleich äußerst knapp, angenommen (anders als für Belgien, für dessen Regelung er Gleiches ausdrücklich offen ließ).¹²⁸ Unter der Niederlassungsfreiheit – wie übrigens auch

124 KLEIN/STUCKI, RIW 2001, 491, 492 f; DE BEAUFORT, aaO (Fn. 109), S. 304–311.

125 So ausdrücklich Regierungsbegründung, BT-Drucks. 14/7043, S. 28.

126 Zum Einfluss der Grundfreiheiten auf nationales Übernahmerecht eindringlich schon HOPT, ZHR 161 (1997), 368, 415 f; ähnlich WACKERBARTH, WM 2001, 1741, 1748–1750. In der Folge der Golden Shares-Urteile europarechtliche Bedenken am WpÜG jetzt auch angedeutet bei RUGE, EuZW 2002, 421, 423 f.

127 Für eine ökonomische Analyse der Abwehrkompetenz im Vergleich zu alternativen Gestaltungen vgl. nur KIRCHNER, AG 1999, 481, 486–490 und MÜLBERT/BIRKE, WM 2001, 705, 711–713, beide m.w.N.

128 Deutlich wird diese Differenzierung am Unterschied in der Formulierung: „Selbst wenn es eine Beschränkung der Niederlassungsfreiheit darstellen sollte [...]“, EuGH *Kommission/Belgien*, aaO (Fn. 1), Rdn. 59; andererseits „Soweit die fragliche Rege-

der Kapitalverkehrsfreiheit – dürfte die Einräumung einer Abwehrkompetenz nur schwer zu rechtfertigen sein, weil sie sektorenübergreifend behindert.¹²⁹ Denkbar erscheint sie jedoch für ein Handeln des Vorstandes zur Abwehr von Gesetzesverstößen oder befürchteter dauerhaft rechtswidriger Tätigkeit des Unternehmens,¹³⁰ das dann so auch begründet und zumindest auch plausibel gemacht werden müsste. Allerdings kommt hinzu, wichtig für die Verhältnismäßigkeitsprüfung, dass der Gesetzgeber für die Abwehrentscheidung regelmäßig keinen Zweck vorgeben wird, weil und soweit er sie als unternehmerisch motiviert einstuft.¹³¹ Der Hinweis auf ein fehlendes „level playing field“ wird dagegen als Erwägung allgemein wirtschaftspolitischer Art kaum genügen.

c) Beurteilung satzungsautonom eingeführter Abwehrbefugnisse des Leitungsorgans unter grundfreiheitlichen Gesichtspunkten

Grundfreiheitendogmatisch wichtig ist allerdings wiederum, ob die Abwehrbefugnis der Leitungsorgane privatautonom abbedungen werden kann oder zwingend eingeräumt ist. Letzteres wurde bislang für das deutsche Übernahmerecht unterstellt, scheint aber keineswegs selbstverständlich. Es geht hier nicht um die Möglichkeit der Hauptversammlung, eine Vorratsermächtigung nach § 33 Abs. 2 WpÜG zu erteilen, sondern umgekehrt darum, ob die Anteilseigner durch Satzung oder Hauptversammlungsbeschluss ein Abwehrhandeln des Vorstandes mit Zustimmung des Aufsichtsrates gemäß § 33 Abs. 1 Satz 2 Alt. 3 WpÜG verhindern können. Die Antwort liegt nicht auf der Hand, weil § 23 Abs. 5 AktG unmittelbar nur für Normen des Aktiengesetzes gilt, nicht hingegen im Übernahmerecht.¹³² Es verbieten sich also zwar satzungsmäßige Eingriffe in die aktienrechtliche Kompetenzordnung, weil diese zwingend ist und deshalb aktienrechtliche Zuständigkeiten der

lung Beschränkungen der Niederlassungsfreiheit enthält [...]“, EuGH *Kommission/Frankreich*, aaO (Fn. 1), Rdn. 56 und gleichlautend EuGH *Kommission/Portugal*, aaO (Fn. 1), Rdn. 56. Dass der unternehmerisch investierende Gesellschafter auch durch die Niederlassungsfreiheit geschützt wird, war schon bisher ganz h.M.

129 Vgl. oben IV.2.b)

130 Etwa bei drohender Übernahme durch eine Organisation des organisierten Verbrechens. Zu diesen Fällen aus aktienrechtlicher Sicht: HoPr, FS Lutter, S. 1361, 1392f; DERS., ZGR 534, 553f, jeweils m. w. N.

131 So etwa der deutsche Gesetzgeber in § 3 Abs. 3 WpÜG.

132 Die Frage nach dem zwingenden Charakter von § 33 WpÜG wird, soweit ersichtlich, noch nicht diskutiert, der Wortlaut beschränkt § 23 Abs. 5 AktG jedoch ausdrücklich auf das AktG; Nachw. bei HÜFFER, aaO (Fn. 106), § 23 AktG Rdn. 34. Für eine analoge Anwendung im MitBestG nur GESSLER, ZGR 1980, 427, 441.

Leitungsorgane nicht verlagert werden dürfen.¹³³ Jedoch gehört die Befugnis des Aufsichtsrates, den Vorstand von dem in § 33 Abs. 1 Satz 1 WpÜG normierten übernahmerechtlichen Vereitelungsverbot zu befreien, jedenfalls nicht zu dieser *aktienrechtlichen* Kompetenzordnung.¹³⁴ Potentiell ist deshalb die europarechtliche Beurteilung abdingbarer Abwehrbefugnisse auch für das deutsche Übernahmerecht relevant, mehr aber noch für Gesellschaftsrechtssysteme, die eine satzungsautonome Übertragung von Abwehrbefugnissen ohnehin zulassen.

Zwei Ebenen sind zu unterscheiden. Zum einen fragt sich, ob die Einräumung solcher Gestaltungsfreiheit einer Grundfreiheitenprüfung unterliegt, ob der EuGH also wegen möglicher marktabschottender Wirkung ausnahmsweise doch überprüft, was (scheinbar) privatautonom vereinbart werden kann. Diese Problematik entspricht der oben aufgezeigten bei satzungsautonom eingeführten Höchststimmrechten und braucht deshalb nicht nochmals aufgegriffen zu werden. Käme man danach zur Zulässigkeit solcher Satzungsautonomie (was für den EuGH nach dem Gesagten unwahrscheinlich erscheint), ergibt sich noch ein weiteres Problem: Auf einer zweiten Ebene stellt sich dann nämlich die Frage, ob die konkrete Ausübung der Abwehrkompetenz durch die Leitungsorgane an den Grundfreiheiten zu messen ist.¹³⁵ Es geht hier um die unmittelbare Drittwirkung der Grundfreiheiten, und deren Problematik erscheint auf dieser Ebene in neuem Licht. Gewichtige gesellschaftsrechtliche Stimmen haben eine potentielle Grundfreiheitenbindung der Verwaltungsorgane einer Aktiengesellschaft schon vor Jahren angedeutet (allerdings noch ohne Erörterung einer Drittwirkung), und zwar für die Zustimmung des Vorstands zur Übertragung vinkulierter Namensaktien gemäß § 68 Abs. 2 Satz 2 AktG.¹³⁶ Parallelen liegen auf der Hand, denn auch diese Art Entscheidung wirkt auf die Aktionärsstruktur und auch sie kann Investoren behindern. In der Tat können Verwaltungsmaßnahmen vielgestaltig schon vor Abgabe eines konkreten Übernahmeangebotes behindernd wirken und auch diskriminieren, so dass diese zweite Ebene möglicherweise weit über den Übernahmekontext hinaus Bedeutung

133 Vgl. nur MÜLBERT, in: Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1999, § 119 Rdn. 35–37.

134 Ob es sich bei § 33 WpÜG überhaupt um eine Kompetenzregel (oder um eine Pflichtbindung) handelt, ist noch nicht geklärt, vgl. aber WINTER/HARBARTH, ZIP 2002, 1, 17; HOPT, ZHR 166 (2002), 383, 425.

135 Dies entspricht dem Vorschlag, bei den Staatskontrollrechten (allerdings ausschließlich) deren Ausübung zu überprüfen, vgl. Schlussantrag des Generalanwaltes, aaO (Fn. 56), Rdn. 67 und 70; dazu oben IV.1.a).

136 Dies andeutend, LUTTER, AG 1992, 369, 371 (insbesondere Fn. 18) und deutlicher GROSS, EuZW 1994, 397.

erlangen kann.¹³⁷ Europarechtlich stand man freilich einer unmittelbaren Drittwirkung im Rahmen der Kapitalverkehrsfreiheit bislang skeptisch gegenüber,¹³⁸ während grundfreiheitenübergreifend stärker differenziert wurde.¹³⁹ Ausschlaggebend dürfte vor allem ein Charakteristikum jener Verwaltungsbefugnis sein: die Macht, in privatautonome Gestaltungsfreiheit einzugreifen. Eine Befugnis des Vorstands, auf die Transaktion zwischen Aktionär und Bieter Einfluss zu nehmen (oder allgemeiner: die Aktionärsstruktur zu beeinflussen), kann die Wirkung der Marktkräfte stören. Privatautonomie funktioniert dann potentiell nicht mehr als Richtigkeitsgewähr, und der Markt für Unternehmenskontrolle hört auf, effiziente Ergebnisse zu liefern. Damit entfällt das wichtigste Argument gegen eine Drittwirkung; die Privatautonomie verliert gegenüber dem Integrationsgebot an Gewicht.¹⁴⁰ Der Drittwirkungsaspekt ist übrigens zentral auch für die verfassungsrechtlichen Bedenken, die gegen § 33 WpÜG geäußert werden. Erwogen wird dort dann, den Ermessenspielraum der Verwaltungsorgane zu reduzieren.¹⁴¹ Die Grundfreiheiten werden fortan vergleichbare Überlegungen notwendig machen. Nationale Vorschriften, die Abwehrmaßnahmen zulassen, müssten diese Maßnahmen zumindest von der Verfolgung bestimmter zulässiger Zwecke abhängig machen. Selbst dann bleibt jedoch zweifelhaft, ob die nationalen Regelungen den Anforderungen entsprechen können, die der EuGH in den Golden Shares-Entscheidungen aufgestellt hat. Sektorübergreifende Regelungen, die noch dazu in die Aktionärsstruktur, also besonders

137 Für einen Überblick über präventive Abwehrmaßnahmen vgl. nur RÖH, aaO (Fn. 119), § 33 Rdn. 54–75. Grundlegend hat HOPT, ZGR 1993, 534, 547 und 558–560 deshalb ein (aktienrechtliches) konkretes Neutralitätsgebot für solche Maßnahmen formuliert (im Gegensatz zum abstrakten Neutralitätsgebot für die Zeit nach Abgabe eines Angebotes).

138 Vgl. GRABITZ/HILF/RESS/UKROW, aaO (Fn. 36), Art. 73b Rdn. 14; GLAESNER, in: Schwarze, EU-Komm., 2000, Art. 56 Rdn. 17 a.E.

139 Hierzu ausführliche Hinweise in Fn. 45. Das Kriterium der „wirtschaftlich-sozialen Macht“, das vor allem für Verbandsentscheidungen diskutiert wird, ist für den hiesigen Zusammenhang von besonderer Bedeutung, vgl. jüngst VIEWEG/RÖTHEL, ZHR 166 (2002), 6, insbesondere S. 22 (m.w.N.).

140 So schon oben III.2.b). Ähnlich die Argumentation in der Diskussion zur Verbandsmacht, vgl. nochmals VIEWEG/RÖTHEL, ZHR 2002, 6, 22. Vorliegend kommt die Überlegung hinzu, dass es aus Sicht des Anlegers keinen Unterschied macht, ob die Behinderung wie in den Golden Shares-Fällen von staatlicher Stelle oder aber vom Vorstand der Zielgesellschaft ausgeht.

141 Vgl. WINTER/HARBARTH, ZIP 2002, 1, 9–12 sowie RÖH, aaO (Fn. 119), § 33 Rdn. 126, der dies allerdings kaum nachvollziehbar aus einer verfassungskonformen Auslegung der Norm ableiten will. Die verfassungsrechtlichen Bedenken wurden erstmals formuliert von LUTTER, Handelsblatt vom 20. Dezember 2001, S. 10; vgl. auch WINTER/HARBARTH, ZIP 2002, 1, 8; ZSCHOCKE, DB 2002, 79, 83.

intensiv, eingreifen, sind eben (gerade nach EuGH-Standards) besonders schwer zu rechtfertigen. Wenn allerdings die 13. Richtlinie verabschiedet wird, wird der EuGH solche Regelungen wohl niemals zu überprüfen haben.

3. Zwingendes Aktienrecht

a) Nationale Regeln und Behinderungstendenz

Auf Grund der Golden Shares-Entscheidungen ist auch der durchgehend zwingende Charakter des deutschen Aktienrechts zu hinterfragen. Deutschland steht mit § 23 Abs. 5 AktG keineswegs für die Mehrheitsauffassung in Europa.¹⁴² Drei Stufen der Gestaltungsfreiheit lassen sich in den Aktienrechten der wichtigsten Mitgliedstaaten konstatieren. Besonders liberal ist der britische Companies Act, der auch für die Public Limited Company grundsätzlich von Vertragsfreiheit ausgeht. Von der im Annex beigegebenen Mustersatzung kann regelmäßig abgewichen werden. Zwingende Normen finden sich nur ausnahmsweise, die Anordnung ist insoweit regelmäßig auch ausdrücklich.¹⁴³ Die meisten kontinentalen Rechtsordnungen sind restriktiver. Zwei große Gruppen sind zu unterscheiden. Viele Rechte enthalten zwar größere Regelgruppen, die für zwingend erklärt werden, oder erklären die Normen für zwingend, soweit nicht die Auslegung der Einzelnorm für ihren dispositiven Charakter spricht.¹⁴⁴ Sie gehen jedoch weniger weit als die zweite Gruppe von Rechten, die, wie Deutschland (§ 23 Abs. 5 AktG), das Aktienrecht grundsätzlich insgesamt für zwingend erklären. Hier werden Abweichungen nur zugelassen, die der Gesetzgeber ausdrücklich (!) an-

142 Zu diesem (rechtsvergleichend): LUTTER/WIEDEMANN, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998; komprimiert GRUNDMANN, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2003 (im Erscheinen), unter § 12 II.

143 Art. 8 Abs. 2 Companies Act 1985; HOHLOCH, in: Hohloch, EU-Handbuch Gesellschaftsrecht, 2001, Rdn. 134; Jura Europae, 90.10 Nr. 12; PENNINGTON, aaO (Fn. 111), S. 30; WITT, AG 2000, 257, 263.

144 So etwa in den Niederlanden, wo in Art. 2:25 BW zwar der grundsätzlich zwingende Charakter festgeschrieben wird, zugleich jedoch Ausnahmen zugelassen werden und nicht verlangt wird, dass diese „ausdrücklich“ angeordnet wurden (wie in § 23 Abs. 5 AktG): TIMMERMAN, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, S. 215, 217–225. Ähnlich in den romanischen Rechten, wo die Wesens- bzw. Typengehaltlehre nur unabdingbare Margen vorgibt, vgl. etwa SPADA, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, S. 310, 312–315; EMBID IRUJO/MARTÍNEZ SANZ, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, S. 229, 231–240. Ähnlich offenbar auch Österreich: DORALT, Münchener Komm. z. AktG, 2000, § 23 Rdn. 211 m.w.N.

ordnete.¹⁴⁵ In der Societas Europaea (mit Sitz in Deutschland) werden zwar manche wichtige Wahlrechte bereits auf Grund der SE-Verordnung bestehen, vor allem das für den Statutenwechsel entscheidend wichtige Wahlrecht zwischen monistischem oder dualistischem Aufbau des Leitungsorgans,¹⁴⁶ grundsätzlich wird jedoch auf das nationale Sitzrecht verwiesen und damit auch auf die Satzungsstrenge nach § 23 AktG.¹⁴⁷

Auch in Deutschland gerät der durchgehend zwingende Charakter des Aktienrechts zunehmend in die Kritik.¹⁴⁸ Zunächst erscheint nämlich die Beteiligung an einer Gesellschaft, deren Statuten frei verhandelbar sind, vorteilhaft gegenüber derjenigen an einer durch zwingendes Recht normierten Gesellschaft, weil durch privatautonome Regelung individuell vorteilhafte Gestaltungen ermöglicht werden.¹⁴⁹ Freilich stößt dieser vertragstheoretische Ansatz des Gesellschaftsrechts an seine Grenzen. Viele zwingenden Regeln dienen gerade dem Anlegerschutz, sie wollen durch Standardisierung des Produkts Aktie Transaktionskosten verringern oder Marktversagen entgegen wirken. Ersteres könnte freilich weitgehend auch Gesellschaftsrecht

145 Vgl. etwa (auch zur Abgrenzung gegenüber bloßen Ergänzungen nach S. 2): PENTZ, Münchener Komm. z. AktG, 2000, § 23 Rdn. 152–161.

146 Art. 38 lit. b der Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates vom 8. Oktober 2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. 2001 L 294/1; Richtlinie 2001/86/EG des Rates vom 8. Oktober 2001 zur Ergänzung des Statuts der Europäischen Gesellschaft hinsichtlich der Beteiligung der Arbeitnehmer, ABl. 2001 L 294/22; zur Verordnung vgl. nur BUCHHEIM, Europäische Aktiengesellschaft und grenzüberschreitende Konzernverschmelzung – der aktuelle Entwurf der Rechtsform aus betriebswirtschaftlicher Sicht, 2001; THEISSEN/WENZ, Die Europäische Aktiengesellschaft, 2002; BLANQUET, ZGR 2002, 20; BRANDT/SCHEIFELE, DStR 2002, 547; BUNGERT/BEIER, EWS 2002, 1; HEINZE, ZGR 2002, 66; HIRTE, NZG 2002, 1; HOMMELHOFF, AG 2001, 279; JAHN/HERFS-RÖTTGEN, DB 2001, 631; KERSTING, DB 2001, 2079; LUTTER, BB 2002, 1; NEYE, ZGR 2002, 377; PLUSKAT, EuZW 2001, 524; SCHWARZ, ZIP 2001, 1847; SCHULZ/GEISMAR, DStR 2001, 1078; STEDING, BuW 2002, 197; TEICHMANN, ZGR 2002, 383; THOMAS/LEUERING, NJW 2002, 1449; und steuerrechtlich etwa FÖRSTER/LANGE, RIW 2002, 585; HERZIG/GRIEMLA, StuW 2002, 55; SCHULZ/PETERSEN, DStR 2002, 1508.

147 Vgl. Art. 9 Abs. 1 lit. b und lit. c, ii und iii SE-VO; ausführlich BRANDT/SCHEIFELE, DStR 2002, 547.

148 Vgl. nur EIDENMÜLLER, JZ 2001, 1041, 1046; MERTENS, ZGR 1994, 426; SPINDLER, AG 1998, 53, etwa S. 73; und die Beiträge von HOPT, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, S. 123 und HIRTE, in: Lutter/Wiedemann, Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht, 1998, S. 61; den zwingenden Charakter rechtfertigend hingegen RÖHRICHT, Großkomm. z. AktG, 4. Aufl., 1996, § 23 Rdn. 29, 47 f.

149 Vgl. nur BEHRENS, FS Drobniig, S. 491, 497–503; EASTERBROOK/FISCHEL, aaO (Fn. 89), S. 15–39; EIDENMÜLLER, JZ 2001, 1041, 1041–1046.

leisten, das zwar standardisierte Regelungen vorschlägt, jedoch zugleich Abweichungen von diesem Standardmodell zulässt.

b) Beurteilung unter grundfreiheitlichen Gesichtspunkten

Wenn nun nationales Recht die eigenen gesetzlichen Regelungen grundsätzlich als zwingend ausgestaltet und nur in ausdrücklich vorgesehenen Ausnahmen privatautonome Regelungen zulässt, so ist schon die Zielgenauigkeit des Eingriffs in Marktkräfte, die die Golden Shares-Entscheidungen in ihrer Quintessenz anmahnen, fraglich. Aber jedenfalls erhöht diese Richtungsentscheidung des nationalen Gesetzgebers die Kontrolldichte. Denn der EuGH würde umgekehrt solche nationalen Regeln nicht anhand der Grundfreiheiten überprüfen, die die Parteien privatautonom abbedingen können und ihrer Rechtsbeziehung dennoch zugrunde legen.¹⁵⁰ Zudem steigt, wichtig für die Rechtfertigungsebene, die Gefahr einer allzu pauschalen Begründung, wenn Gesetzgeber nationales Aktienrecht generell für zwingend erklären.

Um zu konkreten Ergebnissen zu kommen, ist dennoch an der jeweiligen Einzelregelung anzusetzen, die für zwingend erklärt wird. Denn jedenfalls für einzelne Institute liegt es nahe, dass die zwingende Ausgestaltung auch Kursrelevanz hat.¹⁵¹ An der Einzelregelung setzt auch Generalanwalt Colomer in Fragen der Sitztheorie an. Und die Sitztheorie weicht von der Gründungstheorie gerade darin ab, dass sie die privatautonome Wahl der Gestaltung (hier in Fragen des anwendbaren Rechts) nicht zulässt.¹⁵² Die Stoßrichtung ist also die gleiche wie in § 23 Abs. 5 AktG. Nach der Argumentation des Generalanwalts in der Rechtssache *Überseering* steht es zwar den Mitgliedstaaten frei, die Anknüpfungsregeln ihres Internationalen Gesellschaftsrechts nach der Sitz- oder der Gründungstheorie auszugestalten. Die materiellen Folgen dieser Anknüpfung sind jedoch sehr wohl an den Grundfreiheiten zu überprüfen.¹⁵³ Und damit lässt sich die Sitztheorie, wenn überhaupt, nur noch in stark kupierter Form aufrecht erhalten. Zumindest dieses wird auch im Hinblick auf § 23 Abs. 5 AktG gelten. Der grundsätzlich zwingende Charakter des Aktienrechts mag zwar nicht per se unvereinbar

150 Nachw. oben Fn. 41.

151 Vgl. etwa SEMLER, in: Picot, Corporate Governance, 1995, S. 29, 47f.

152 BEHRENS, ZGR 1994, 1, 5 f; EDWARDS, EC Company Law, 1999, S. 335 und 339 f; KRUSE, aaO (Fn. 25) 8; MENJUCQ, Droit international et européen des sociétés, 2001, S. 20 und 87–95; SCHÖN, FS Lutter, S. 685, 686f.

153 Schlussanträge Rs. C-208/00, Rdn. 39 bzw. 43; vgl. EIDENMÜLLER, ZIP 2002, 82–84; BEHRENS, EuZW 2002, 129.

mit dem Europarecht sein. Jedenfalls jedoch wird dadurch für jede einzelne materielle Regel, die zwingend ausgestaltet ist, grundsätzlich die Grundfreiheitenprüfung auf den Plan gerufen. Und jedenfalls verleitet dieses Vorgehen zu möglicherweise allzu pauschaler Rechtfertigungsbegründung.

V. Zusammenfassung und Thesen

1. Die Golden Shares-Entscheidungen des EuGH werden im Europäischen Gesellschaftsrecht für die *Kapitalverkehrsfreiheit* des Anteilseigners eine *vergleichbar zentrale Rolle* spielen wie die Centros- und die Überseering-Entscheidung für die Niederlassungsfreiheit (vor allem der Gesellschaft).

2. Die in Goldenen Aktien verbrieften Kontrollrechte, die sich die hohe Hand bei Privatisierung ehemaliger Staatsbetriebe zurückbehält, zeichnen sich *rechtsvergleichend* durch eine erhebliche Vielfalt aus, wobei Großbritannien, dann Frankreich und mit Abstrichen Italien führend wirkten. Rechtsvergleichend kann unterschieden werden nach den verbürgten Rechten: Teils dürfen mit den Sonderrechten in Gesellschaftsorganen Entscheidungen beeinflusst werden, vor allem solche der Hauptversammlung, häufig Grundlagenentscheidungen, teils auf die Entwicklung der Aktionärsstruktur Einfluss genommen werden. Mit letzteren wird tiefer in Anlageentscheidungen eingegriffen, weil eine Anlage teils schon rechtlich unmöglich gemacht wird, nicht nur faktisch weniger attraktiv. Beispielsweise wird der Erwerb oberhalb einer bestimmten Schwelle von einer Zustimmung abhängig gemacht. Rechtsvergleichend kann jedoch auch nach dem Instrument unterschieden werden, mit dem die Rechte eingeräumt werden: Sonderrechte können an einen Anteil gebunden werden, der regelmäßig einen äußerst geringen Nennwert hat, zu dem die Einfluss- und Stimmrechte in überhaupt keinem realistischen Verhältnis mehr stehen (insoweit durchaus anders als Höchst- oder Mehrfachstimmrechte). Alternativ kann auch eine Rechtsnorm direkt ein staatliches Eingriffsrecht begründen. Auch im ersten Fall sind die Sonderrechte daran geknüpft, dass sich die Aktie gerade im Besitz der hohen Hand befindet. Beide Fälle unterfallen der EuGH-Rechtsprechung. Ihren gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Charakter haben alle Fälle (vor allem) deswegen, weil in Gesellschafts- oder Anlageentscheidungen eingegriffen wird. Im ersten Fall ist zudem das Eingriffsinstrument ein gesellschaftsrechtliches, die Aktie – und dies betrifft mit Großbritannien und weitestgehend auch Frankreich das ganz überwiegende Gros der Fälle. In Großbritannien und den Niederlanden sind solche Aktiengestaltungen schon auf der Grundlage des allgemeinen Gesellschaftsrechts möglich, andernorts erst auf Grund eines Sondergesetzes. Nach den EuGH-Entscheidungen wird – wie bereits heute in Italien und Belgien – deutlich mehr Gewicht gelegt werden müssen

auf die spezifische Begründung solcher Rechte und auf Einräumung von Rechtsbehelfen.

3. Für Deutschland mit seinem relativ geringen Privatisierungsvolumen sind die Entscheidungen vor allem von Bedeutung, weil sie Ausstrahlwirkung ins allgemeine („private“) Gesellschaftsrecht entfalten, am Rande auch für das VW-Gesetz. Ausstrahlen werden die Entscheidungen, weil der *Behinderungsbegriff* sehr weit gefasst wurde. Kaum eine Entscheidung hat eine Grundfreiheit so uneingeschränkt als Beschränkungsverbot ausgestaltet. Das Gericht stützt sich dabei allein auf die Kapitalverkehrsfreiheit, nicht auf die Niederlassungsfreiheit, auch für die unternehmerisch investierenden Anleger, und erspart sich damit auch eine Abgrenzung zwischen verschiedenen Begünstigten, d.h. Anlegern. Nationale Regeln, die Dritte in einer Anlageentscheidung beschränken, etwa jenseits einer bestimmten Schwelle zu kaufen, oder in ihren Aktionärsrechten, vor allem Mitverwaltungsrechten, etwa indem anderen Aktionären mehr Einfluss eingeräumt wird, wirken nach den EuGH-Entscheidungen unter zwei Bedingungen als hindernd (und bedürfen folglich einer Rechtfertigung): Diese Regeln müssen eine (spürbare, allerdings auch nur potentielle) Gefahr dahingehend begründen, dass (einige) Anleger Papiere meiden, weil sie diesem Recht unterliegen; und es muss eine grenzüberschreitende Wirkung (gut) denkbar erscheinen. Da heute beispielsweise institutionelle Anleger gewünschte und unerwünschte rechtliche Gestaltungen teils in Katalogen zusammenfassen, wird jedenfalls eine spürbare, wenn auch potentielle Gefahr kaum zu verneinen sein, wenn eine Gestaltung in solch' einen Katalog als problematisch aufgenommen wurde – und dies ist etwa bei Höchst- oder Mehrfachstimmrechten oder auch weitreichenden Vorstandsbefugnissen in Interessenkonfliktfällen heute bereits der Fall. Umgekehrt wird man solchen Regeln grenzüberschreitendes Potential nur für Gesellschaften zuschreiben können, die öffentliche Kapitalmärkte in Anspruch nehmen.

4. Eine *Eingrenzung auf der Behinderungsebene* bedeutet letzteres nur bedingt. Die Kapitalverkehrsfreiheit mag zwar bei Gesellschaften ohne Zugang zu Kapitalmärkten ohne Wirkung bleiben, bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften – und seien sie auch viel weniger zahlreich – entfaltet sie eine solche jedoch für alle aktienrechtlichen Normen mit potentiell attraktivitätsmindernden Charakteristika. Dennoch kann schon auf der Behinderungsebene versucht werden, diejenigen nationalen Normen auszuscheiden, die Aktionärsrechte nur so geringfügig beschneiden und eigentlich nur kanalisierend ausgestalten, dass eine abschreckende Wirkung nicht wirklich plausibel erscheint. Die anderen nationalen Normen jedoch können erst auf der Rechtfertigungsebene gestützt werden. Denn eine Begrenzung der Wirkung der EuGH-Entscheidungen allein auf Konstellationen, in denen die Sonderrechte

der hohen Hand eingeräumt wurden, erscheint europarechtsdogmatisch kaum haltbar und auch von der Wertung her verfehlt. Unstreitig ist auch der Privatrechtsgesetzgeber an die Grundfreiheiten gebunden. Die Gestaltungen, die er im Allgemeinen („privaten“) Gesellschaftsrecht bereitstellt und die Anleger potentiell abschrecken, wirken sogar breiter, „flächendeckend“, als die wenigen Sonderregeln bei Privatisierungen.

5. Auf der *Rechtfertigungsebene* hat der EuGH zu Recht Art. 295 EG-Vertrag wenig Gewicht beigemessen. In Zukunft wird zumindest das Eingriffsziel eindeutig umrissen werden müssen. Dabei trägt neben der eigentlichen Gefahrenabwehr im Rahmen der „öffentlichen Sicherheit“ durchaus auch der Gesichtspunkt, dass Grundbedürfnisse einer modernen Gesellschaft im technischen Zeitalter abgesichert werden müssen. Dass der EuGH umgekehrt wirtschaftlichen Interessen des jeweiligen Staates die Rechtfertigungswirkung abspricht, sollte nur dahin verstanden werden, dass diese Interessen auf konkrete Interessenträger hin zugeschnitten, dass sie also spezifischer werden müssen. Beispielsweise dürfte der Arbeitnehmerschutz durchaus tragfähig sein. Eben diese Spezifität des Eingriffs hat der EuGH in Überseering wieder angemahnt, indem er einzelne zwingende Eingriffe in Auslandsgesellschaften zulässt, nicht aber die Erstreckung des gesamten Gastlandrechts auf der Grundlage der Sitztheorie. Bei der Frage nach der Erforderlichkeit, der Beachtung des Grundsatzes des mildesten Mittels, wird sowohl in materieller Hinsicht wie auch in formeller Hinsicht noch viel Präzisionsarbeit auf nationaler Ebene zu leisten sein. Vorhersehbarkeit und Rechtsschutz sind zu verbürgen. Dabei ist durchaus daran zu denken, im Sinne der deutschen Dreistufentheorie die Anforderungen umso höher anzusetzen, je intensiver der Eingriff ist, also bei Sonderrechten zur Aktionärsstruktur tendenziell am höchsten. Dass verwaltungsrechtliche Denkmuster dergestalt ins Gesellschaftsrecht eindringen, ist nicht leicht zu erklären und vielleicht auch letztlich auf wenige ausgewählte Konstellationen beschränkt.

6. Die Golden Shares-Entscheidungen werden erhebliche *Sprengkraft entfalten im Allgemeinen („privaten“) Gesellschaftsrecht*. Fraglich ist etwa, ob Höchststimmrechte in börsennotierten Gesellschaften noch zulässig sind, höchst zweifelhaft, dass Abwehrbefugnisse des Vorstands (auch mit Ratifikation durch den Aufsichtsrat) als grundfreiheitenkonform eingestuft werden, und auch der zwingende Charakter fast des gesamten deutschen Aktienrechts mag – zumindest für wichtige Einzelregeln – durchaus als hindernd und „nicht erforderlich“ eingestuft werden. Weniger Probleme wird man im Grundsatz den zwei wichtigsten deutschen Eigenheiten in der Corporate Governance vorhersagen können, der unternehmerischen Mitbestimmung und auch dem Universalbankensystem deutscher Prägung (mit „Bankenmacht“).